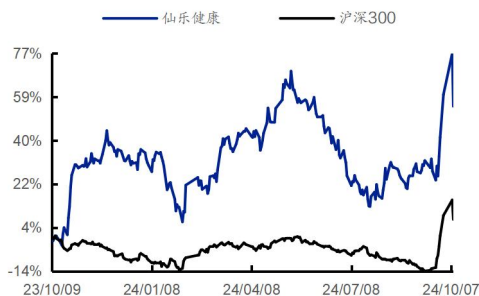


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

研发制造并重, 国内海外兼修, 全球布局的营养 保健食品 CDMO 龙头

——仙乐健康 (300791) 公司深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/10/09		
表现	1M	3M	12M	
仙乐健康	22.1%	25.6%	54.8%	
沪深 300	23.9%	15.0%	7.4%	

市场数据		2024/10/09
当前价格 (元)		29.31
52 周价格区间 (元)		21.22-43.38
总市值 (百万)		6,913.43
流通市值 (百万)		5,697.22
总股本 (万股)		23,587.29
流通股本 (万股)		19,437.79
日均成交额 (百万)		162.73
近一月换手 (%)		1.43

相关报告

《仙乐健康 (300791) 2024 年半年报点评: 海外景气延续, 竞争力持续强化 (买入)*食品加工*刘浩铭, 秦一方》——2024-08-13

投资要点:

- 药企出身, 逐步成长为营养保健食品 CDMO 龙头。**公司成立于 1993 年, 前身为药企, 2000 年跨界进入营养保健食品 CDMO 赛道, 研发实力优秀, 具有前瞻性的战略布局眼光, 较早地开展了多剂型的研发生产和产能布局。2016 年通过收购德国软胶囊生产商 Ayanda, 迈出了全球化的第一步, 2023 年收购北美软胶囊头部生产商 Best Formulations, 实现了美洲本土化生产。公司营业收入从 2019 年上市以来的 15.80 亿元增长至 2023 年的 35.82 亿元, CAGR 为 22.72%, 归母净利润由 2019 年的 1.43 亿元增长至 2023 年的 2.81 亿元, CAGR 达 18.50%, 保持较快增长。全球化布局下, 公司海外收入的占比持续攀升, 2023 年公司中国/欧洲/美洲/其他地区的营收占比分别为 51.67%/14.77%/29.15%/4.41%, 且 2021-2023 年海外市场的复合增长率高于国内, 海外收入占比的增加提升了公司整体抗风险能力。
- 行业景气度高且具备逆周期属性, 中游厂商存在行业扩张和格局优化逻辑。**据欧睿数据, 全球保健品市场规模从 2020 年的 1551 亿美元增长至 2023 年的 1873 亿美元, 期间 CAGR 达 6.5%, 无论是较为成熟的欧美地区, 还是处于发展阶段的中国和亚太地区, 保健品行业规模皆为正向增长。中国为全球第二大保健品市场, 2020-2023 年实现高个位数增长, 高于全球平均增速; 据 36 氪数据, 2024H1 中国膳食营养补充剂电商销售额同比增长 13.2%, 行业需求景气。此外, 保健品具有一定的逆经济周期属性, 经济下行时, 消费者普遍对健康问题更加关注, 推动了保健品的需求增长, 行业增速往往同步或者高于 GDP 增速。目前, 行业下游品牌集中度较低, 且在需求、供给、渠道等分化加剧下, CDMO 模式相较自产更加适配行业发展趋势, 保健品供应链分工有望更加明确。而 CDMO 龙头具备资质、研发、制造等先发优势, 因此中游制造商存在行业扩张和格局优化的逻辑。根据公司公告, 2023 年中国营养保健食品 CDMO 行业规模约 250 亿人民币, 根据我们的测算, 中国代工渗透率相较于欧美仍较低, 且仙乐健康国内市占率仅为 7.5%, 有望进一步提升。
- 如何理解公司的核心竞争力?**公司作为 To B 保健品制造厂商, 发展的核心是满足客户需求, 为客户提供包括基础研究与产品开发、制

造、包装、物流及市场营销支持在内的全链式解决方案，从而获取更多的订单。**公司的竞争力体现在研发、供应链、客户资源上：**1) **研发实力突出：**公司在全球拥有五大研发中心，具备扎实研发基础，专利、批文、及成熟配方数量处于行业领先地位。研发团队由博士带领，为客户提供前沿创新的产品方案，帮助客户抢占市场先机；2) **全球供应链协同：**公司在全球拥有七大生产基地，通过深度整合中美欧生产基地夯实全剂型平台开发和全球生产能力，通过中国工程师红利提升研发效率，通过全球采购协同降低采购成本，通过柔性供应链提升客户需求响应速度，利用中国的制造优势推动海外工厂制造效能升级，最终构建出精益、敏捷、富有韧性的供应链体系，全方位满足国际品牌和本土品牌的生产需求；3) **客户粘性强：**公司坚持大客户战略，分别组建了中国、美洲、欧洲和亚太事业部对海内外客户进行深度营销和服务，在全球积累了多个优质客户，同时在大客户背书下，公司拓客效率较高，正积极拓展如社交电商新锐品牌、商超、跨境电商等新客户，带来增量收入。

- **短期关注公司内生&并表业务的双重盈利修复，长期关注公司研发&制造效率壁垒和市占率提升。**我们认为，公众的保健需求将在重大公共卫生事件过后延续，成为习惯性消费，因此公司内生业务有望在疫情过后的 2024 年继续迎来增长。BF 并表后使公司短期内表观利润端承压，但随着 BF 订单落地、软糖产能释放、个护贡献收入、生产效率提升，预计公司并表业务将在 2024 年迎来盈亏平衡和盈利。长期来看，营养保健食品行业属于朝阳行业，下游高度分散凸显中游代工生产服务的必要性，公司凭借优于同业的研发实力有望在国内监管收紧的背景下提升市占率，凭借优于同业的制造效率有望在国外市场扩张份额。
- **盈利预测和投资评级：**公司内生业务将根据不同市场采取不同打法，继续坚持大客户策略，在维护和发展现有的客户资源的同时，积极开拓其他渠道的新客户。2023 年顺利完成对 BF 的收购，目前进入到投后整合阶段，公司与 BF 优势互补，在技术、产能、销售上相互协同，后续随着整合优化、产能爬坡、降本增效的完成，BF 经营效率有望提升，并扭亏为盈，为公司带来利润增长。在内生和并表业务盈利持续修复的背景下，我们预计 2024/2025/2026 年公司的营业收入分别为 43.13/49.27/56.17 亿元，同比增长 20%/14%/14%；归母净利润分别为 3.87/4.90/5.90 亿元，同比增长 38%/27%/20%；EPS 分别为 1.64/2.08/2.50 元，对应 PE 为 18/14/12x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 子公司盈利修复不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 订单波动风险；4) 保健品监管政策收紧；5) 原材料价格波动；6) 食品安全风险；7) 中国与国际市场并不具有完全可比性，相关数据仅供参考。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3582	4313	4927	5617
增长率(%)	43	20	14	14
归母净利润（百万元）	281	387	490	590
增长率(%)	32	38	27	20
摊薄每股收益（元）	1.19	1.64	2.08	2.50
ROE(%)	12	15	17	19
P/E	22.24	17.86	14.11	11.72
P/B	2.63	2.68	2.45	2.22
P/S	1.76	1.60	1.40	1.23
EV/EBITDA	10.92	11.57	9.73	8.34

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 公司：药企出身，逐步成长为营养保健食品 CDMO 龙头	8
1.1、 药企向营养保健代工企业的华丽转身	8
1.2、 产品剂型丰富，海外收入占比持续提升	9
1.3、 收入稳步扩张，内生盈利能力持续抬升	11
1.4、 家族企业，股权集中，重视激励	12
2、 行业：需求景气，下游分散支撑 To B 生产商市场份额	15
2.1、 营养保健品需求强劲，行业高度景气	15
2.2、 产业链分工愈加明确，中游厂商存在行业扩张和格局优化的逻辑	18
3、 公司构筑研发、制造、销售、管理的全方位“护城河”	25
3.1、 研发端：注重研发创新，积累专利硕果	25
3.2、 制造端：全球产线，严控产品质量，不断降本增效	28
3.3、 销售端：大客户基础牢固，积极拓展新兴渠道	32
3.4、 管理端：人员与供应链高效治理赋能费效提升	35
4、 公司的未来：内外兼修，协同发力	36
4.1、 内生业务：稳中有进，发力大客户新渠道	36
4.2、 并表业务：优势协同，BF 扭亏为盈在即	39
5、 盈利预测与评级	44
6、 风险提示	46

图表目录

图 1: 公司发展历程	9
图 2: 公司产品矩阵	9
图 3: 公司为生命的每个阶段提供营养保健食品	9
图 4: 公司分产品营业收入占比 (%)	10
图 5: 公司主要剂型毛利率变化 (%)	10
图 6: 公司分区域营业收入占比 (%)	10
图 7: 公司分区域毛利率变化 (%)	10
图 8: 公司营业收入及增速	11
图 9: 公司归母净利润变化情况	11
图 10: 公司毛利率变化 (剔除物流费, 统一修正为最新口径)	12
图 11: 公司各项费率变化 (剔除物流费, 统一修正为最新口径)	12
图 12: 截至 2024H1 公司股权结构图	13
图 13: 全球保健品规模展望 (亿美元)	15
图 14: 全球主要市场保健品格局 (亿美元)	15
图 15: 2016-2023 年全球主要市场 GDP 增速与营养健康食品行业增速对比	16
图 16: 2023 年全球主要市场营养保健食品人均消费额 (美元)	16
图 17: 1990-2023 年中国和日本 65 岁及以上人口占比变化 (%)	17
图 18: 1990-2023 年日本人均 GDP 及增速	17
图 19: 特定保健食品市场规模及增速	17
图 20: 营养保健食品的产品形态、包装、规格变化	18
图 21: 公司处于营养保健食品产业链的中游	18
图 22: 中国和美国保健品市场 CR10 变化 (%)	19
图 23: 中国和美国保健品市场长尾品牌市占率变化 (%)	19
图 24: 中国保健食品注册与备案审批流程	20
图 25: 2018-2023 年中国保健品销售渠道占比变化	21
图 26: 抖音 2024 年 618 营养保健品 TOP5	21
图 27: 保健品企业销售费用率对比	21
图 28: 保健品企业研发费用率对比	21
图 29: 2022-2023、2025-2026 年全球主要市场营养保健食品代工规模变化及预测 (亿美元)	22
图 30: 全球主要市场营养保健食品代工规模及保健品市场规模 2023-2026 年 CAGR 预测	22
图 31: 保健品企业收入情况对比	23
图 32: 保健品企业毛利率对比	23
图 33: 保健品企业归母净利率对比	23
图 34: 2022-2023 年中国营养保健食品 CDMO 部分企业市占率变化	24
图 35: 2023 年中国营养保健食品 CDMO 市占率情况	24
图 36: 公司全球研发中心和生产基地分布情况	25
图 37: 药品注册上市流程	25
图 38: 公司的全球研发 3D 布局	26
图 39: 2020-2023 年保健品 CDMO 企业发明专利数对比 (项)	26
图 40: 截至 2023 年 Q4 保健品 CDMO 企业批文数对比 (项)	26
图 41: 2019-2023 年保健品代工企业研发费用及研发费用率对比	27
图 42: 2020-2023 年保健品代工企业研发人员数量对比 (个)	27
图 43: 2023 年保健品代工企业研发人员学历对比	27
图 44: 2020-2023 年保健品代工企业研发人员平均年薪对比 (万元)	27

图 45: 公司仿生增效技术矩阵	28
图 46: 公司 DHA 萃优酪®凝胶糖果	28
图 47: CDMO 龙头企业各剂型销售均价变化情况	28
图 48: 2016-2023 年公司固定资产、折旧及在建工程变化 (亿元)	29
图 49: 2020-2023 年公司分剂型产能利用率变化	29
图 50: 全球功能性软糖市场销售额及增速	30
图 51: 公司软糖均价不断提升 (元/粒)	30
图 52: 公司已获得部分资质认证	31
图 53: 2019-2023 年公司原材料采购成本占营收比重变化	31
图 54: 公司与其他生产商存货周转率 (次) 对比	31
图 55: Ayanda 在被公司收购后经营效率显著提升	32
图 56: Ayanda 在被公司收购后业绩显著提升	32
图 57: 2018-2023 年公司大客户销售额占比	33
图 58: 2023 年公司前 5 大客户销售额占比	33
图 59: 公司饮品收入情况 (百万元)	33
图 60: 保健品新锐品牌列举	33
图 61: 公司与天猫国际战略合作签约仪式现场	34
图 62: 公司位于珠澳跨境工业区珠海园区的保税工厂	34
图 63: 山姆会员商店旗下自有保健品品牌	34
图 64: 2023 年中美营养保健食品商超渠道销售占比对比	34
图 65: 公司中国区销售额及增速	36
图 66: 中国保健品市场产品剂型占比 (%)	36
图 67: 2023 年底中国消费者对未来 12 个月 (2024 年) 增加保健品支出的意愿较高	37
图 68: 2023 年底中国消费者对未来 12 个月 (2024 年) 各品类净支出意向与预期消费增长率	37
图 69: 公司欧洲区销售额及增速	38
图 70: 2023 年欧洲保健品市场各国占比	38
图 71: 公司美洲区内生销售额及增速	38
图 72: 美国营养补充剂外包制造持续增长 (2021 年)	38
图 73: 其他地区销售额及增速	39
图 74: 仙乐健康与健合集团达成战略合作协议	39
图 75: 公司美国子公司的持股架构 (2023 年)	40
图 76: BF 是植物胶软胶囊 CDMO 领域的领导者	40
图 77: 收购前 BF 公司产品结构 (%)	41
图 78: BF 分产品毛利率情况 (%)	41
图 79: Best Formulations 业绩情况	43
图 80: Best Formulations 和仙乐健康费用率	43
表 1: 公司主要高管概况	13
表 2: 公司多轮激励计划	14
表 3: 中国保健食品监管制度演变	20
表 4: 中国营养保健食品 CDMO 主要企业	24
表 5: 2023 年公司全球产能分布	29
表 6: 2020-2023 年公司各生产基地在建新产线	29
表 7: 公司各剂型的不同定位	30
表 8: 2019H1 公司客户结构	32
表 9: 四大原则对 Best Formulations 进行整合协同 (2023H1)	40

表 10: Best Formulations 业务及产能情况	41
表 11: Best Formulations2021 年前五大客户情况 (合计营收占比为 60.7%)	42
表 12: 公司业务分拆及盈利预测	45

1、公司：药企出身，逐步成长为营养保健食品 CDMO 龙头

1.1、药企向营养保健代工企业的华丽转身

仙乐健康成立于 1993 年，前身是药企，2000 年逐步将业务重心转向保健品 CDMO（合同研发生产）业务，并在全球范围内进行业务布局与扩张，目前为中国营养保健食品领域 CDMO 龙头企业，致力于为全球营养健康食品行业的客户提供包括基础研究与产品开发、制造、包装、物流及市场营销支持在内的全链式解决方案。

公司具体发展历程主要经以下四个阶段：

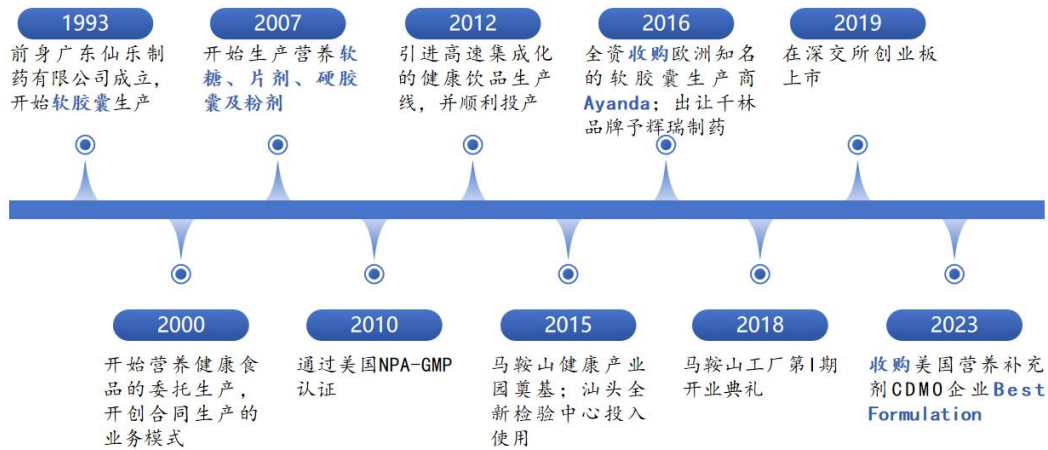
1993-1999 年，药品生产起家。公司的前身是广东仙乐制药有限公司，成立之初主要从事药品生产，以软胶囊为主要剂型，这一期间积累了丰富的制药经验和技術基础。

2000-2006 年，转型营养保健食品 CDMO。2000 年公司从医药领域跨界进入营养保健食品 CDMO 赛道，开始为膳食补充剂品牌提供合同生产服务，标志着公司业务模式的重要转变。2002 年公司启动出口业务，2003 年获得药品 GMP 认证，出口至北美、欧洲市场。

2007-2015 年，产能扩张，布局多样化剂型与产品。这一阶段公司开始扩展软胶囊以外的剂型生产，2007 年公司开始涉足软糖、片剂、硬胶囊及粉剂等多剂型生产；由于公司研发创新能力卓越，于 2010 年成为中国为数不多通过美国 NPA-GMP 认证的膳食营养补充剂企业；于 2012 年投产饮品生产线；于 2013 年其植物基软胶囊生产线正式投产；于 2015 年马鞍山健康产业园奠基。随着产能的不断扩张，公司营收规模从 2012 年的 5.54 亿元增长 48.9% 至 2015 年的 8.24 亿元，CAGR 为 14.2%；归母净利润从 2012 年的 0.45 亿元增长 24.1% 至 2015 年的 0.56 亿元，CAGR 为 7.5%。这一阶段公司处于产能扩张期，产线尚未实现规模效应，且为了扩张市场份额、获费用投入有所增加，导致利润增速不及营收增速。

2016 年至今，布局全球市场。2016 年公司通过收购德国软胶囊生产商 Ayanda，迈出了全球化的第一步，2019 年完成上市，2023 年收购北美软胶囊头部生产商 Best Formulations，实现了在欧美市场的本地化生产和销售。这一阶段，公司营收规模从 2017 年的 13.30 亿元增长至 2023 年的 35.82 亿元，CAGR 为 17.95%；归母净利润从 2017 年的 1.04 亿元增长至 2023 年的 2.81 亿元，CAGR 为 17.96%。这一阶段，全球化拓展促使公司收入加速扩张，规模效应日益凸显，跨国协同供应链体系逐步形成，盈利能力增强，利润增速与收入增速相当。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

1.2、产品剂型丰富，海外收入占比持续提升

公司聚焦六大功能赛道，丰富的剂型储备使得公司能够应对多样化的市场需求。公司聚焦抗衰、益生菌、美丽健康、心脑血管、免疫提升、运动营养六大重点功能赛道发展，其中重点突破抗衰和益生菌两大赛道。公司生产剂型多样化，包括软胶囊、营养软糖、片剂、粉剂、硬胶囊、营养饮品等，多元化的产品策略使得公司能够有效满足全年龄段消费群体的个性化需求，同时也增强了公司应对市场变化的灵活性。

图 2：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

图 3：公司为生命的每个阶段提供营养保健食品

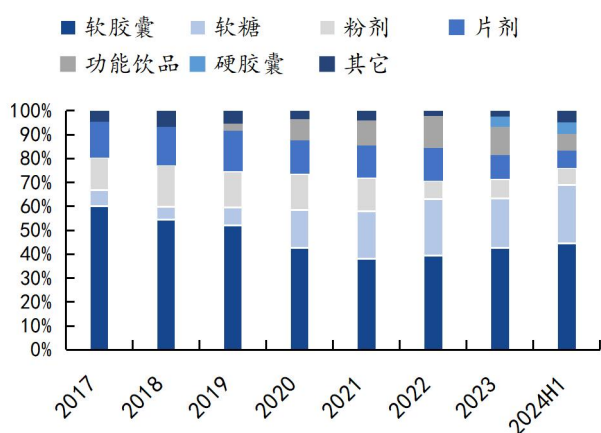
第1阶段: 孕育	第2阶段: 婴童	第3阶段: 青壮年	第4阶段: 中老年
叶酸、精氨酸、多维矿、DHA藻油 从备孕到育婴，为新生儿的诞生提供丰富营养	多维矿、益生菌、乳铁蛋白、DHA藻油 全方位补充营养，陪伴宝贝茁壮成长	多维矿、胶原蛋白、益生菌、乳清蛋白、氨糖 提升青年群体身体健康打基础，筑屏障	蛋白质、辅酶Q10、鱼油、氨糖、益生菌 守护中老年身体健康 轻松补好营养

资料来源：公司公告，国海证券研究所

近年来，软糖、饮品等新剂型逐渐取代片剂、粉剂等传统剂型，成为公司收入增长的驱动力。软胶囊是公司发展最为成熟的剂型，对公司的收入贡献最大，但从结构上来看，软胶囊、粉剂等传统剂型收入占比呈现下降趋势，软糖、饮品等新剂型逐步成为驱动公司收入增长的“新引擎”。

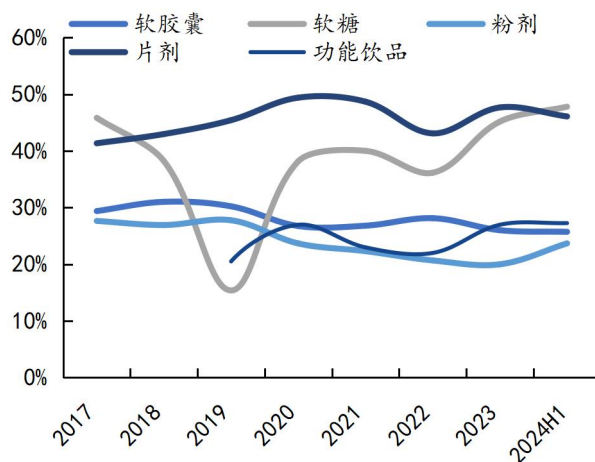
软糖、饮品等新剂型毛利率随着技术升级和产能爬坡呈现提升趋势。各类剂型保健品的毛利率受到多重因素影响，如技术含量、产品配方、产能利用率、原材料成本等。伴随着软糖、饮品等新剂型产能爬坡，规模效应逐步体现，公司营养软糖的毛利率从2019年的15.38%快速攀升至2024H1年的47.79%，2024H1超越传统剂型片剂成为公司毛利率第一高的剂型；营养饮品2021/2022/2023年的毛利率分别为22.98%/21.99%/26.96%，亦稳步上行。

图 4：公司分产品营业收入占比（%）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

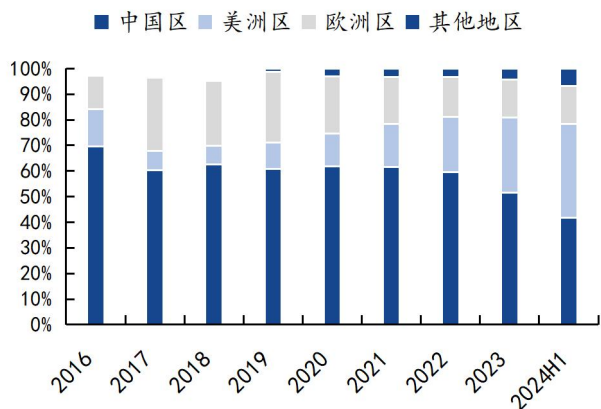
图 5：公司主要剂型毛利率变化（%）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

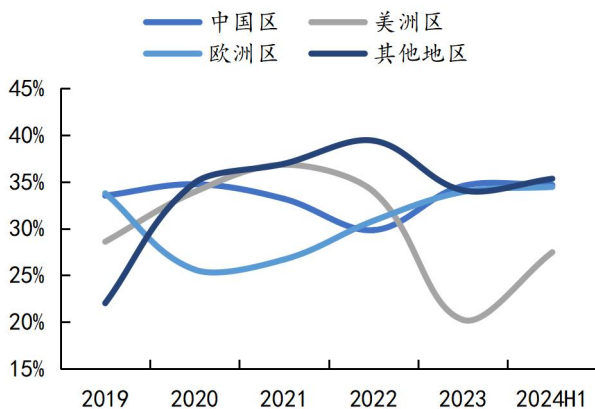
全球化布局，2023 年海外收入占比接近 50%。通过战略性收购与自建工厂，公司已在全球三大核心市场建立了七大生产基地与五大研发中心，并配备相应的营销团队。从区域结构看，2023 年公司中国/欧洲/美洲/其他地区的营收占比分别为 51.67%/14.77%/29.15%/4.41%，2024 年上半年中国区营收占比下降至 41.78%，海外收入占比呈抬升趋势。

图 6：公司分区域营业收入占比（%）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

图 7：公司分区域毛利率变化（%）



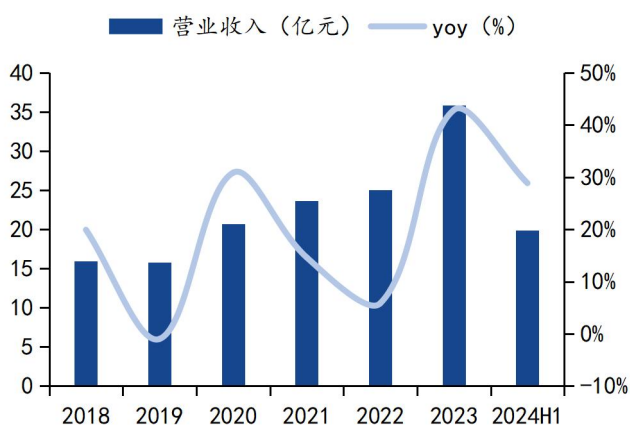
资料来源：iFinD，国海证券研究所

1.3、收入稳步扩张，内生盈利能力持续抬升

公司收入规模稳步扩张。公司营收从2019年上市以来的15.80亿元增长至2023年的35.82亿元，CAGR为22.72%。2018年底“权健事件”后，国家开展“百日行动”整顿保健品市场乱象，受此影响2019年收入出现负增长。2021和2022年，由于全球疫情，下游客户订单有所减少、叠加供应链紊乱导致海外订单延迟交付，公司收入增速有所放缓。随着疫情结束，2023年公司抓住疫后消费者健康意识提升背景下国内保健品市场高增长的机遇，叠加BF并表，收入端实现同比42.87%的强劲增长。

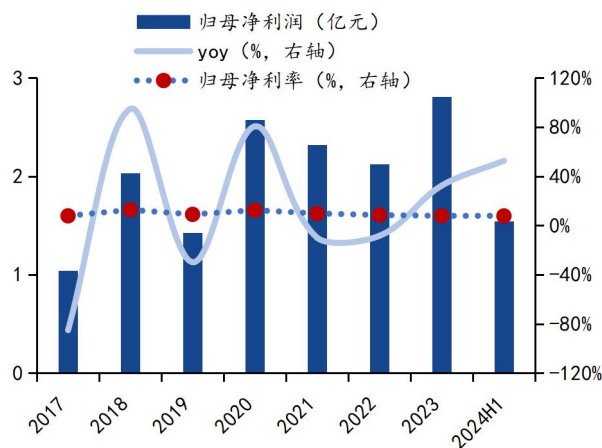
公司利润率水平受监管、疫情、并购、费用等因素影响。公司归母净利润由2019年的1.43亿元增长至2023年的2.81亿元，CAGR达18.50%，利润复合增速不及收入，期间利润率波动较大，主要系：**1) 政策影响：**2019年，受“百日行动”的波及，部分客户收缩或取消推广计划，致使公司下游订单不足，产能利用不充分，盈利受损；**2) 海外收并购：**受BF并购等影响，2022年公司管理费用同比增加24.45%。**3) 疫情：**疫情期间全球市场受疫情重创，影响公司海内外生产开工率及出口物流，2023年伴随着疫后保健品市场的复苏，公司内生盈利能力迎来修复，主要系公司改善定价策略、增加全球采购协同、精益生产以及持续的降本工作得以见效。

图 8：公司营业收入及增速



资料来源：iFinD，国海证券研究所

图 9：公司归母净利润变化情况



资料来源：iFinD，国海证券研究所

剔除会计准则修改因素后，公司毛利率保持稳定高位。由于会计准则的调整，2020年起将物流费列报于营业成本，若统一修正为最新口径后，公司2019-2023年毛利率水平保持稳定高位，中间略有波动。作为制造型企业，随着生产规模的扩大及高附加值的剂型占比的提升，未来毛利率有望继续抬升。

公司销售费率在2022年达低点后抬升，管理费率在2022年达峰值后降低，研发费率保持稳定。公司部分销售活动受到疫情影响，2022年销售费率触达5.19%的历史低位，随着疫情结束销售活动恢复，2023年公司销售费率有所抬升。受收购并购BF产生的中介服务费的影響，2022年管理费率攀升至12.14%的历史高位，2023年起，在公司内部积极降本增效影响下，管理费率有所下降。研发费

用端，公司作为营养保健食品生产制造型企业，一贯重视研发投入，多年来研发费率始终保持 3% 以上。

图 10：公司毛利率变化（剔除物流费，统一修正为最新口径）

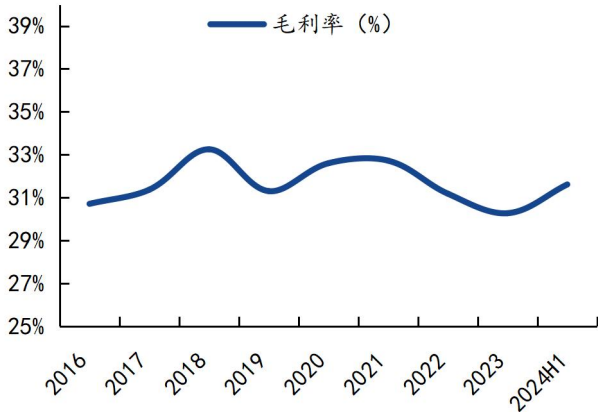
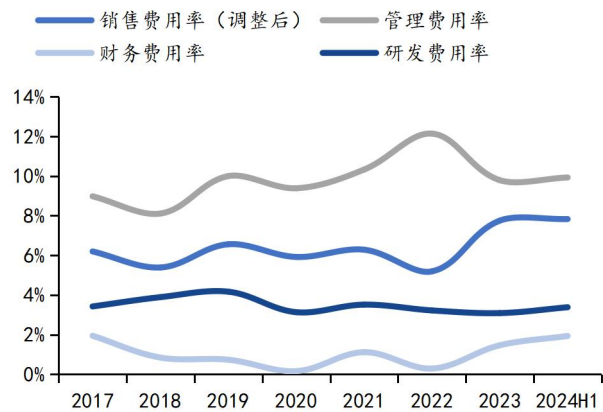


图 11：公司各项费率变化（剔除物流费，统一修正为最新口径）



资料来源：iFinD，公司公告，国海证券研究所

资料来源：iFinD，公司公告，国海证券研究所

1.4、家族企业，股权集中，重视激励

家族企业，股权相对集中。公司作为家族企业，股权结构稳定，林培青夫妇作为实际控制人，通过直接及间接持股方式，保持较高的持股比例，截至 2024H1，林培青夫妇合计持股 46.56%（直接持股合计 16.57%，间接持股合计 29.99%）。同时公司主要股东之间存在紧密亲属关系，其中林培春、林培娜与董事长林培青为兄弟姐妹关系，公司董事姚壮民与林培春是夫妻关系，截至 2024H1 家族合计直接加间接持股比例超 53%，股权集中度高。

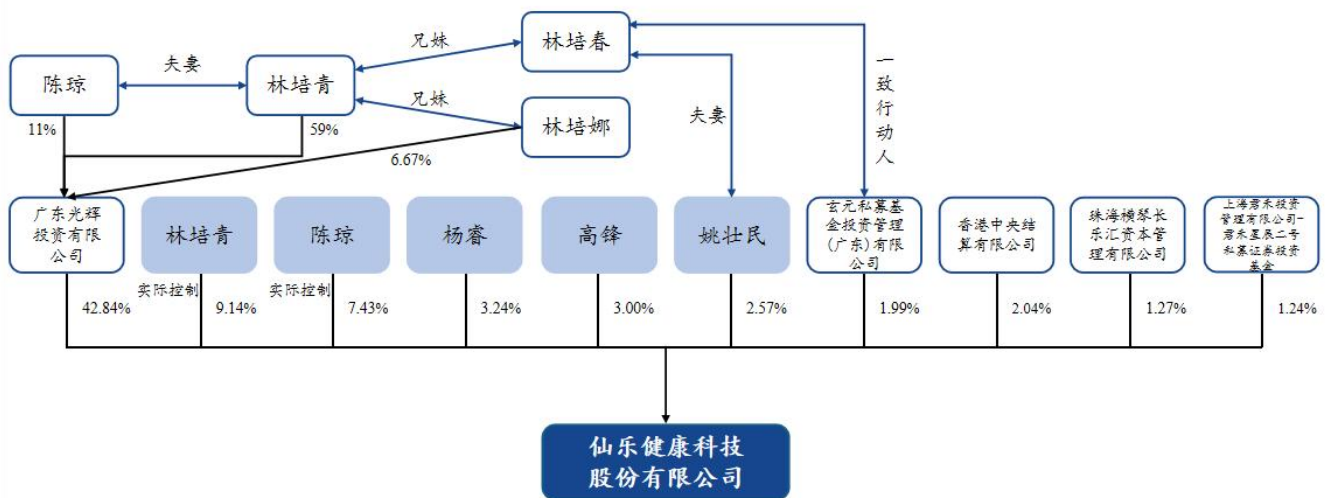
管理层拥有丰富的医药行业经验，为公司在营养保健食品 CDMO 领域的深耕提供了坚实的专业支持。公司董事长林培青先生曾任汕头金石制药总厂副厂长，副总经理陈琼女士在药品、保健食品的研发和技术创新方面有着深厚的积累，董事姚壮民有多年药厂销售经验，公司高管们在医药行业从研发到销售到管理的各环节均具备充足经验，为公司转型营养保健食品行业提供全方位支持。

表 1: 公司主要高管概况

姓名	职务	性别	学历	年龄	持股比例	履历
林培青	董事长、 总经理	男	硕士	59	34.42%	曾任汕头金石制药总厂副厂长、仙乐有限董事长、总经理；现任广东光辉执行董事、上海盛瑞投资有限公司董事长、Sirio Europe Verwaltungs GmbH 董事、Sirio Nutrition Co.,Ltd 董事和 CEO、仙乐控股有限公司董事
陈琼	董事、 副总经理	女	硕士	58	12.14%	曾任鮑滨化学药业总公司鮑滨制药厂研究所制剂研究员、汕头明治医药有限公司品质管理课长、仙乐有限董事、副总经理；现任仙乐健康董事、副总经理、上海盛瑞投资有限公司董事、上海轩锋投资有限公司监事、上海轩宏投资有限公司监事、仙乐（上海）生命技术有限公司执行董事兼总经理、Best Formulatoins 管理人
姚壮民	董事	男	硕士	54	6.85%	曾任汕头金石制药总厂销售经理、广东千林健康产业有限公司董事、总经理；现任维乐维执行董事兼总经理、上海盛瑞投资有限公司董事、广东仟佰大健康产业有限公司执行董事兼总经理、嘉美（广东）管理有限公司执行董事兼总经理、宁波昌达股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、宁波巨丰股权投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、Sirio Europe Verwaltungs GmbH 董事、Sirio Healthcare Holdings LLC.CEO
郑丽群	副总经理、董 事会秘书	女	硕士	53	/	曾任汕头保税区中信有限公司商务主任，2002 年 2 月加入仙乐有限，历任仙乐有限财务部经理、财务总监；现任仙乐健康科技股份有限公司副总经理、董事会秘书
夏凡	财务负责人	女	硕士	41	/	曾任联合利华食品北亚区财务总监、赛默飞世尔中国业务财务总监；现任仙乐健康财务负责人、Best Formulatoins 管理人

资料来源：iFinD，公司公告，国海证券研究所（备注：持股比例为直接和间接持股合计，时间截至 2024H1；履历来源于 2023 年年报；年龄截至 2024 年 9 月 13 日）

图 12: 截至 2024H1 公司股权结构图



资料来源：iFinD，公司公告，国海证券研究所

推出多轮股权激励计划，不断完善员工与所有者的利益共享机制。为了进一步激发管理团队和核心员工的积极性，公司 2020 年推出首个限制性股票激励计划，行权目标为 2020/2021/2022 年营收增长率同比 2019 年不低于 20%/45%/70%，2020 年和 2021 年达成考核目标。2023 年 11 月 2 日，公司再度推出新一轮激励计划，包括 2023 年限制性股票激励计划和中长期员工持股计划。限制性股票激励计划覆盖总计 76 人，行权目标为 2024/2025/2026 年营收不低于 43.12/49.27/55.66 亿元，即 2024/2025/2026 年营收同比增长率分别不低于 20.39%/14.24%/12.98%，且计划首次授予激励对象包含 3 名关键岗位的外籍员工（实际首次授予激励对象包含 1 名外籍员工），有助于促进公司海外业务发展和全球业务协同。而中长期员工持股计划覆盖对公司业绩和发展具有重要作用的核心人员，包括董事、监事、高级管理人员、管理人员和核心技术（业务）人员总计 18 人，计划将在 2024 年至 2026 年期间连续推出三期，每期独立实施，以归母净利润为行权目标，2024 年净利润目标为 4.005 亿元，同比增长 42.51%。2025、2026 年目标值将在相应年度的员工持股计划方案中明确。公司通过利益共享机制，吸引和留住关键人才，同时也推动公司向更高的业绩目标迈进。

表 2：公司多轮激励计划

激励计划	发布时间	实施期限	首次覆盖人群	行权目标	授予数量	授予价格
2020 限制性股票激励计划	2020 年 6 月	2020-2022 年	高级管理人员、管理人员、核心技术（业务）人员总计 49 人	以 2019 年营收为基数，2020/2021/2022 年营收增长率较 2019 年不低于 20%/45%/70%。	85.81 万股	首次授予价格为 30.20 元
2023 限制性股票激励计划	2023 年 11 月	2024-2026 年	高级管理人员、管理人员、核心技术（业务）人员总计 76 人，包含 3 名外籍员工（实际首次授予激励对象人数由 76 名调整为 67 名，包含 1 名外籍员工）	2024/2025/2026 年营收不低于 43.12 亿/49.27 亿/55.66 亿元，即 2024/2025/2026 年营收同比增长率分别不低于 20.39%/14.24%/12.98%。	154.625 万股	首次授予价格为 12.71 元
中长期员工持股计划	2023 年 11 月	2024-2026 年	董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、管理人员、核心技术（业务）人员等不超过 18 人	2024 年净利润目标为 4.005 亿元，同比增长 42.51%，2025、2026 年目标值将在相应年度的员工持股计划方案中明确。	奖励金的形式	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

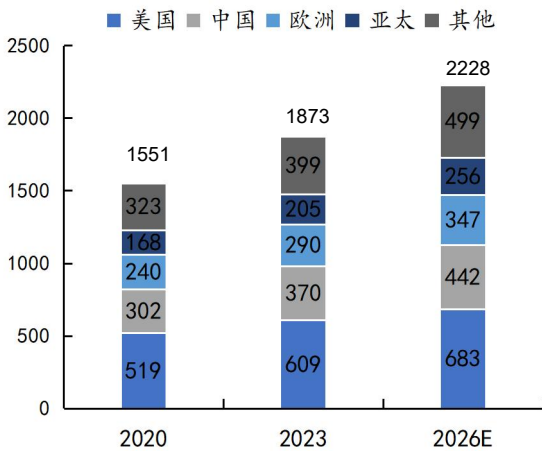
2、行业：需求景气，下游分散支撑 To B 生产商市场份额

2.1、营养保健品需求强劲，行业高度景气

营养保健食品是指具备特定营养保健功能的食品，旨在调节人体机能、促进健康，适用于特定人群食用，介于药品和普通食品之间，不以治疗疾病为目的，通过补充维生素、矿物质等营养成分调节机体功能。

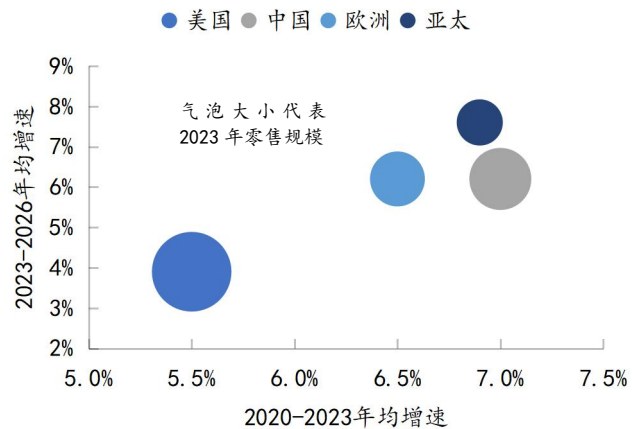
保健品在全球皆属于朝阳行业。根据欧睿，全球保健品市场规模从 2020 年的 1551 亿美元增长至 2023 年的 1873 亿美元，期间 CAGR 为 6.5%，呈现出稳步增长的趋势，主要得益于消费者健康意识的提升和保健产品创新和多样化。中国市场是全球第二大保健品市场，2023 年市场规模达 370 亿美元，2020 至 2023 年的 CAGR 为 7.0%，增速表现高于全球平均水平。

图 13：全球保健品规模展望（亿美元）



资料来源：欧睿，公司公告，国海证券研究所

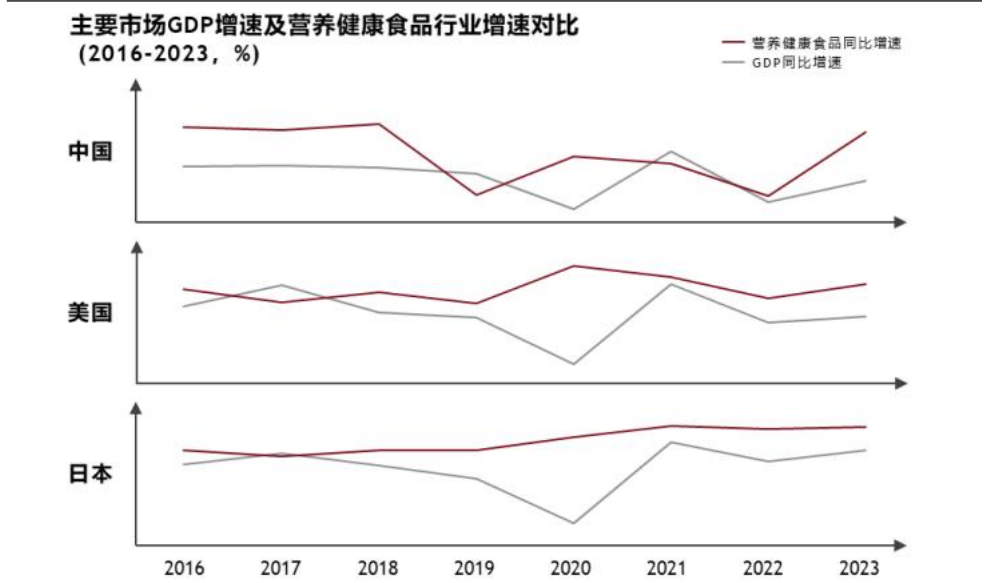
图 14：全球主要市场保健品格局（亿美元）



资料来源：欧睿，公司公告，国海证券研究所

营养保健食品行业具有逆经济周期属性。观察全球主要市场，保健品行业增速往往同步或者高于 GDP 增速，在经济下行周期中，保健品行业增速通常保持坚挺，展现出逆经济周期属性。我们分析原因为经济下行期间，消费者普遍对健康问题更加关注，健康焦虑和对预防疾病的需求增加，推动了保健品的消费。

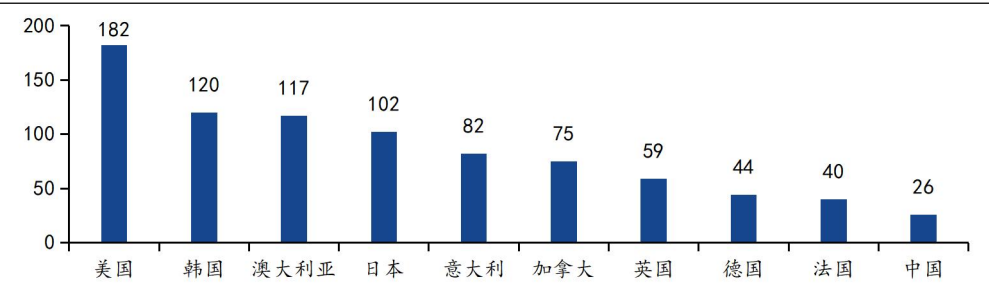
图 15: 2016-2023 年全球主要市场 GDP 增速与营养健康食品行业增速对比



资料来源: 公司公告

从人均消费看, 中国营养健康品市场与成熟市场相比仍有较大增长空间。据欧睿数据, 2023 年中国人均营养保健食品消费额为 26 美元, 是美国的 1/7、日本的 1/4, 消费额差距较大, 反映出国内市场未来还有较大的发展潜力。

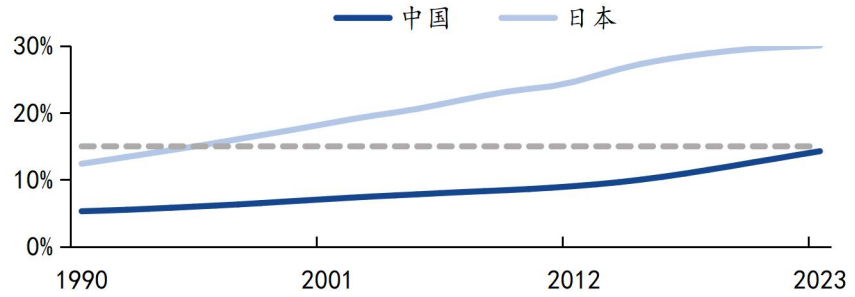
图 16: 2023 年全球主要市场营养保健食品人均消费额 (美元)



资料来源: 欧睿, 公司公告, 国海证券研究所

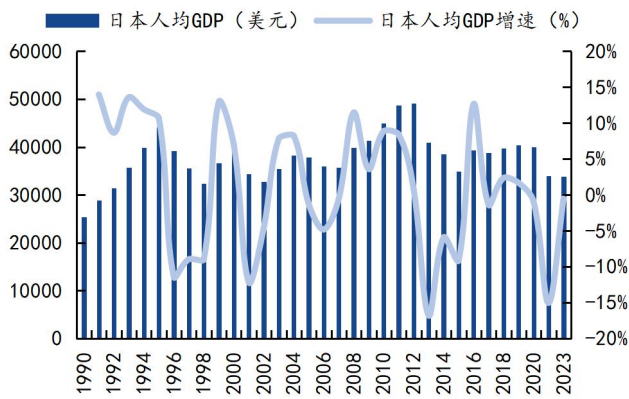
“银发经济”稳固营养保健品原有消费群体。随着医疗水平的提高和生活水平的提升, 我国老龄化进程不断加速。根据国家统计局, 2023 年我国 65 岁及以上老年人口及占比分别增至 2.17 亿人和 15.4%, 达日本 90 年代中期水平。1990 年至 1998 年, 日本人均 GDP 在 1995 年达峰值后下跌, 日本政府不断放宽的保健食品政策制度 (于 1991、2001、2015 年分别设立特定保健食品制度、营养机能食品制度、功能性标示制度), 保健品市场迎来了蓬勃的发展。

图 17: 1990-2023 年中国和日本 65 岁及以上人口占比变化 (%)



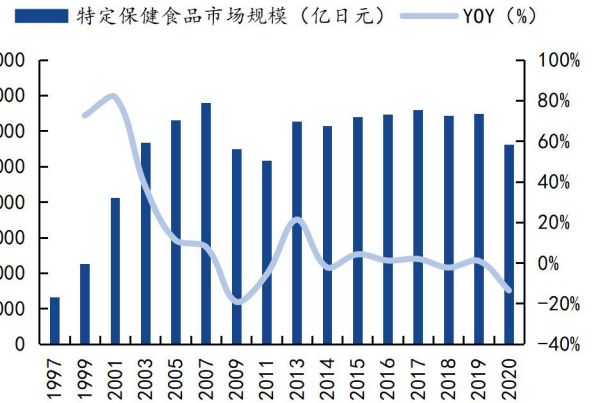
资料来源: World Bank, 国海证券研究所

图 18: 1990-2023 年日本人均 GDP 及增速



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 19: 特定保健食品市场规模及增速

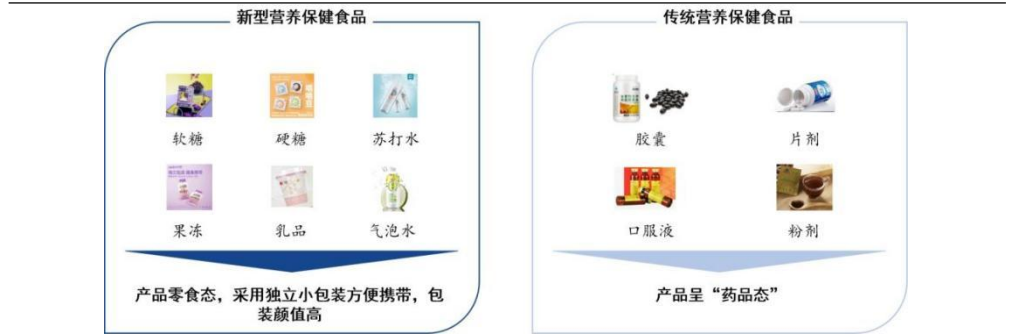


资料来源: 艾瑞咨询, 数局公众号, 国海证券研究所

“健康经济”催生营养保健品行业新一轮上行。2003 年非典爆发加速了消费者对保健品的认知和接受度, 期间众多直销龙头和主流药企加码布局维生素与营养补充剂品类, 拓宽了保健品市场。非典疫情过后, 这种对健康和预防性保健的关注并没有随之消退, 而是逐渐转化为了一种长期的消费习惯, 进一步推动保健品行业的持续增长。2020 年以来的新冠疫情全球大流行, 再次引发了公众对健康问题的高度关注。随着疫情的逐渐控制和经济的复苏, 人们追求健康的意识持续提升, 保健品行业或将迎来新一轮的上行周期。

“零食化+新功效”保健食品培育年轻消费群体心智。传统观念中, 保健食品的目标受众为有营养保健需求的老年人, 常以胶囊、片剂、粉剂等形式呈现, 产品功能主要围绕抗衰、补充维生素、慢病管理等。当前年轻人面临较大的工作或学习压力, 且对美丽和健康关注度提升, 因此年轻人逐渐成为保健品消费群体的重要组成部分。根据此趋势, 营养保健食品行业正积极探索更符合年轻人生活方式的新型产品形态, 通过剂型创新和技术研发, 迭代出软糖类、多口味饮品等创新剂型, 产品功能也延伸至助眠、防脱发、护眼、体重管理等年轻人关注的问题。新型保健食品通过多样化口味和趣味性包装设计, 以及满足年轻人需求的产品功效, 依托社媒和网红营销推广, 更好地吸引年轻消费群体。

图 20: 营养保健食品的产品形态、包装、规格变化



资料来源：艾瑞咨询，数局公众号，国海证券研究所

2.2、产业链分工愈加明确，中游厂商存在行业扩张和格局优化的逻辑

从整个保健品产业链看，上游主要为原材料供应和加工商，涉及维生素类、矿物质类、氨基酸类、动植物提取类、硫酸软骨类、辅酶类、鱼油类以及蜂产品等多类原材料，其中我国在维生素、氨基酸、植物提取物等膳食补充剂原料的生产剂出口方面有较大的优势；产业链中游的企业如艾兰得、仙乐健康、百合股份等主要为制造商，为下游品牌商提供代工服务；产业链下游则汇聚了众多品牌商和渠道商，一部分发展规模较大的品牌商如汤臣倍健具备一定的生产制造能力。

图 21: 公司处于营养保健食品产业链的中游



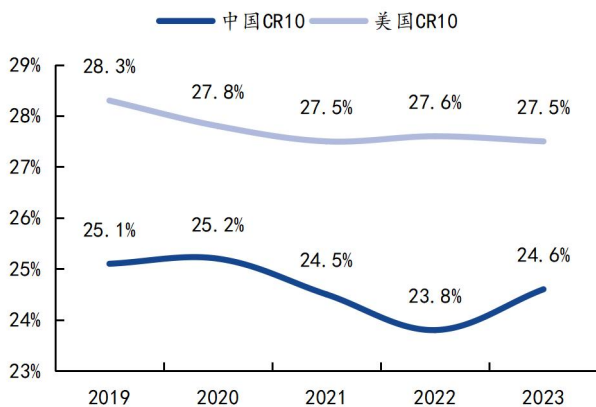
资料来源：艾瑞咨询，数局公众号，国海证券研究所

仙乐健康为保健品制造商，处于产业链中游。我们认为，保健品行业未来下游品牌商和中游制造商分工会更加明确，且中游制造商存在行业扩张和格局优化的逻辑。具体分析如下：

1) 下游品牌集中度较低,且在需求、供给、品类等分化下加剧,CDMO模式相较自产更加适配行业发展趋势。

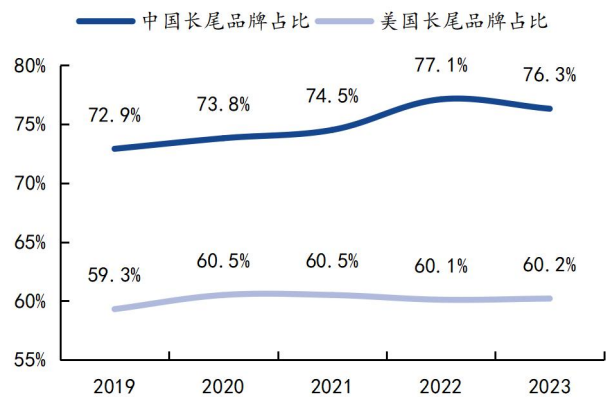
根据 Euromonitor International 数据,2023 年中国和美国保健品市场 CR10 分别为 24.6%和 27.5%,同比 2019 年下降 0.5pct 和 0.8pct;长尾品牌(市占率低于 1%的企业)市占率总和分别为 76.3%和 60.2%,同比 2019 年提升 3.4pct 和 0.9pct。中国和美国头部企业合计市占率呈现下滑趋势,而长尾品牌合计市占率比值则呈现上升趋势,表明下游品牌格局愈加分化,市场集中度走低。

图 22: 中国和美国保健品市场 CR10 变化 (%)



资料来源: Euromonitor International, 国海证券研究所

图 23: 中国和美国保健品市场长尾品牌市占率变化 (%)



资料来源: Euromonitor International, 国海证券研究所

保健品行业下游相对分散,且新玩家众多的原因主要有:

需求分散: 消费者对于营养保健存在多元化的需求,催生多类产品。由于个体的健康状况、年龄、生活习惯、改善诉求等因素的不同,消费者对保健品的功效、剂型要求不同,且单一消费者也有尝试多种不同保健品以达到综合健康效果的倾向,催生了市场上出现大量针对不同群体、不同需求的产品。

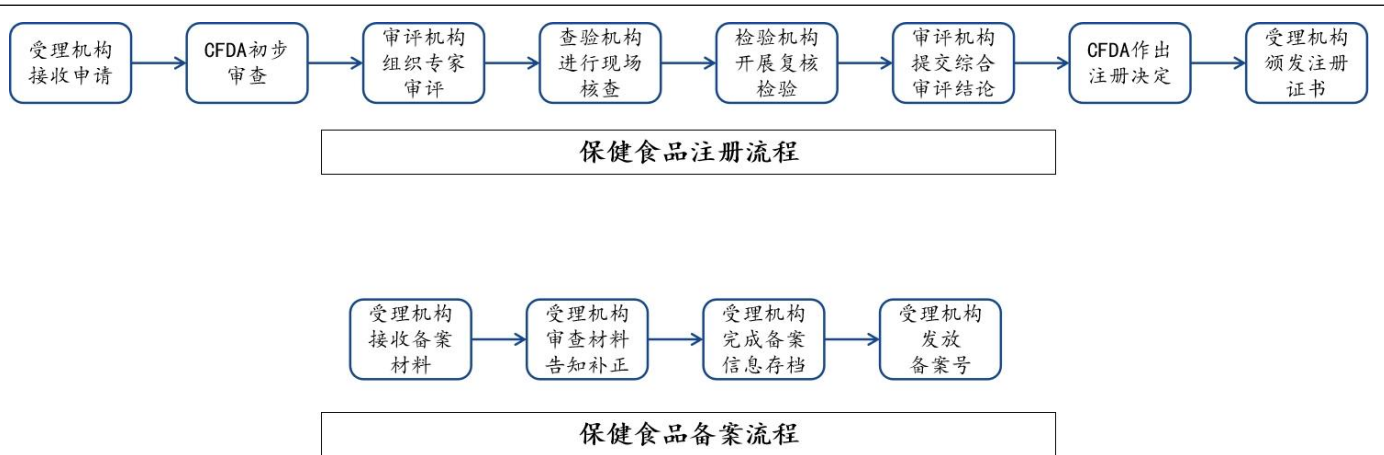
供给分散: 进入门槛降低叠加高毛利,新进入者多。①注册备案双轨制改革降低行业准入门槛。2016 年 2 月,国家食品药品监督管理总局发布《保健食品注册与备案管理办法》,首次确立对保健食品实施注册备案双轨制,降低了行业的准入门槛。注册备案双轨制以原料目录和功能目录为抓手,要求: 1) 使用保健食品原料目录以外原料的保健食品和首次进口的保健食品应当进行注册审批; 2) 使用的原料已经列入保健食品原料目录和首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品应当进行备案。随着原料目录和功能目录不断扩大成熟,营养保健市场中备案产品增多、注册产品减少,备案制的出现大幅缩短了保健食品审批流程的时长,催生更多小规模长尾企业入局。②高毛利率属性吸引众多玩家“入局”。保健食品作为一种具备特定营养保健功能的食品,介于药品和普通食品之间,相较于药品具备较低的研发成本和较快的审批上市周期,相较于普通食品则具备高品牌溢价、高附加值的定位优势,毛利水平相较于食品行业通常更高,因此吸引了许多来自如医药和食品的企业跨行业布局。

表 3: 中国保健食品监管制度演变

监管制度	政策文件	具体规定
审批制 (1996-2005 年)	1996 年 3 月 《保健食品管理办法》	凡声称具有保健功能的食品必须经卫生部审查确认。研制者应向所在地的省级卫生行政部门提出申请。经初审同意后,报卫生部审批。卫生部对审查合格的保健食品发给《保健食品批准证书》,批准文号为“卫食健字”。
注册制 (2005-2016 年)	2005 年 4 月 《保健食品注册管理办法(试行)》	保健食品注册,是指国家食品药品监督管理局根据申请人的申请,依照法定程序、条件和要求,对申请注册的保健食品的安全性、有效性、质量可控性以及标签说明书内容等进行系统评价和审查,并决定是否准予其注册的审批过程;包括对产品注册申请、变更申请和技术转让产品注册申请的审批。
注册备案双轨制 (2016 年-至今)	2016 年 2 月 《保健食品注册与备案管理办法》	1.生产和进口下列产品应当申请保健食品注册: 1)使用保健食品原料目录以外原料(以下简称目录外原料)的保健食品; 2)首次进口的保健食品(属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品除外)。 2.生产和进口下列保健食品应当依法备案: 1)使用的原料已经列入保健食品原料目录的保健食品; 2)首次进口的属于补充维生素、矿物质等营养物质的保健食品。

资料来源:国家食品药品监督管理总局《保健食品注册管理办法(试行)》,《我国保健食品监管制度的发展历程及现状思考》袁红铃等,国海证券研究所

图 24: 中国保健食品注册与备案审批流程



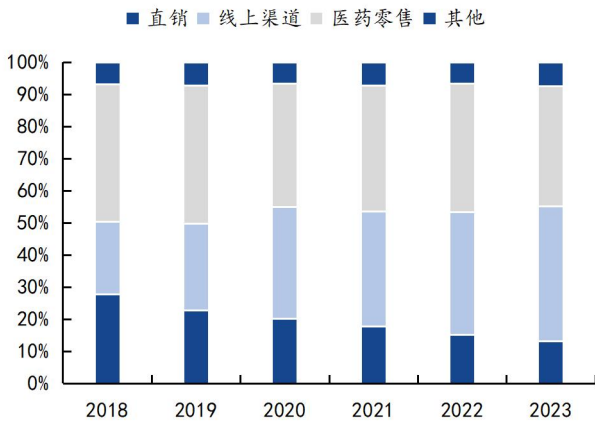
资料来源:国家食品药品监督管理总局《保健食品注册与备案管理办法》,国海证券研究所

渠道分散: 线上渗透率提升, 给予更多中尾部品牌露出机会。从全球角度看, 保健食品线上渠道渗透率不断提高, 以中国为例, 据 Euromonitor International 数据, 保健食品线上渠道占比从 2018 年的 22.6% 快速增长至 2023 年的 42.0%, 发展迅速。线上销售渠道准入门槛较低, 以网络营销和口碑传播打造品牌力, 为新兴品牌带来发展机遇。例如近年来营养保健品赛道的“黑马”诺特兰德, 自 2018 年成立后, 聚焦线上电商渠道, 从运动营养切入, 通过矩阵铺量、产品快速迭代更新等方式不断实现突破, 2021 年实现营收 24 亿元, 2022 年营收突破

40 亿元。2019 年成立的青颜博士（五个女博士），于当年 7 月推出首款产品胶原蛋白肽维 C 饮品，仅用了 2 个月就实现百万元销售额，次年登上抖音 618 滋补膳食类目新星品牌榜，后拿下 2021 年天猫双 11 滋补类目黑马榜 TOP3，2022 年抖音 618 期间，其品牌位列滋补类目销售额 TOP2、商家自播销售额 TOP1。

图 25：2018-2023 年中国保健品销售渠道占比变化

图 26：抖音 2024 年 618 营养保健品 TOP5



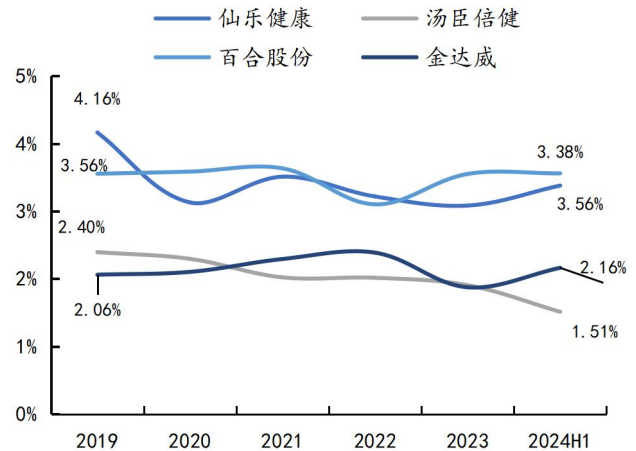
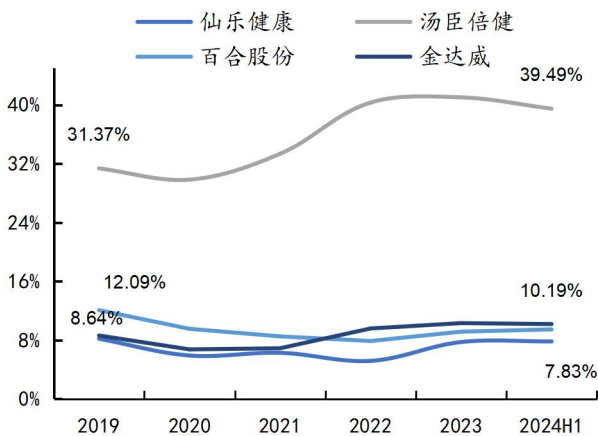
资料来源：Euromonitor International，国海证券研究所

资料来源：母婴行业观察，营养品情报

中小品牌数量增多+品类分散下，委托合同生产模式效率更优。借助内容电商的高效种草和触达属性，越来越多线上品牌兴起，自主制造由于需要前期的产能投建，所需时间较长，不符合线上快速更新换代的趋势，且由于起步阶段产品体量较小，往往面临规模不经济、产能利用率低等问题，因此新兴中小品牌往往采用代工这一轻资产模式，将重心放在营销推广，而非制造上。随着众多新玩家的进入，保健品行业竞争加剧，为了满足消费者多元化需求和抢夺消费者，品牌商往往需要推出不同功效和剂型的产品，且更新迭代速度加快，成熟的 CDMO 企业具备丰富的批文储备，以及强大的产品研发和规模化生产能力，具备研发优势和制造成本优势，并完成快速生产和交付，因此对于多数品牌商来说，采用委托合同生产模式或能提升企业整体效率。

图 27：保健品企业销售费用率对比

图 28：保健品企业研发费用率对比

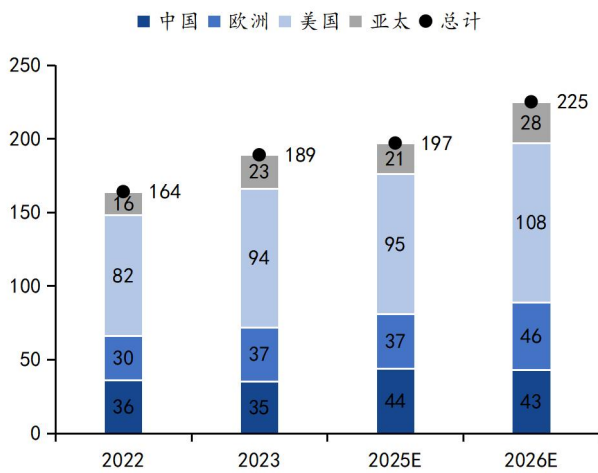


资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：iFinD，国海证券研究所

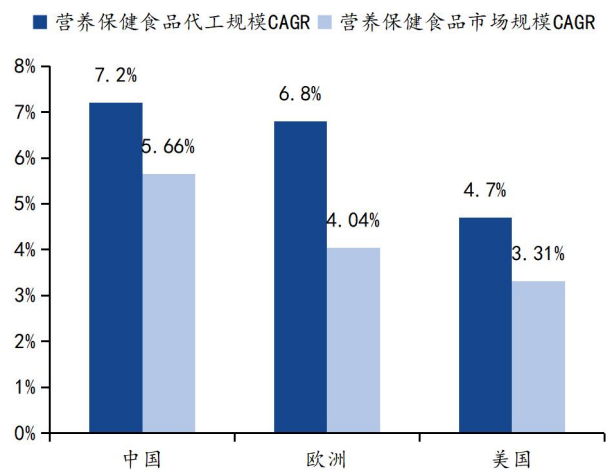
竞争加剧加速产业链分工明确，保健品代工市场规模增速高于行业整体。从品牌商费用投入来看，国内保健品龙头销售费用率呈现提升趋势，而研发费用率呈现下降趋势，我们认为在竞争加剧的情况下，品牌方会依旧持续投入营销费用从而稳定市场份额，并在产品价格、剂型、功效、配方等方面进行内卷，有望带动保健品产业链分工更加明确，利于 CDMO 企业的扩张。根据公司公告，2023 年，全球主要市场营养保健食品代工规模接近 200 亿美元，2023-2026 年全球主要市场营养保健食品代工规模 CAGR 增速预计高于营养保健食品市场规模增速。根据仙乐内部研究，2023 年中国/欧洲/美国市场营养保健食品代工规模分别为 35/37/94 亿美元，全球主要市场代工规模总计达 189 亿美元，代工模式无论是在国内还是海外，均有一定渗透率提升空间。

图 29：2022-2023、2025-2026 年全球主要市场营养保健食品代工规模变化及预测（亿美元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 30：全球主要市场营养保健食品代工规模及保健品市场规模 2023-2026 年 CAGR 预测

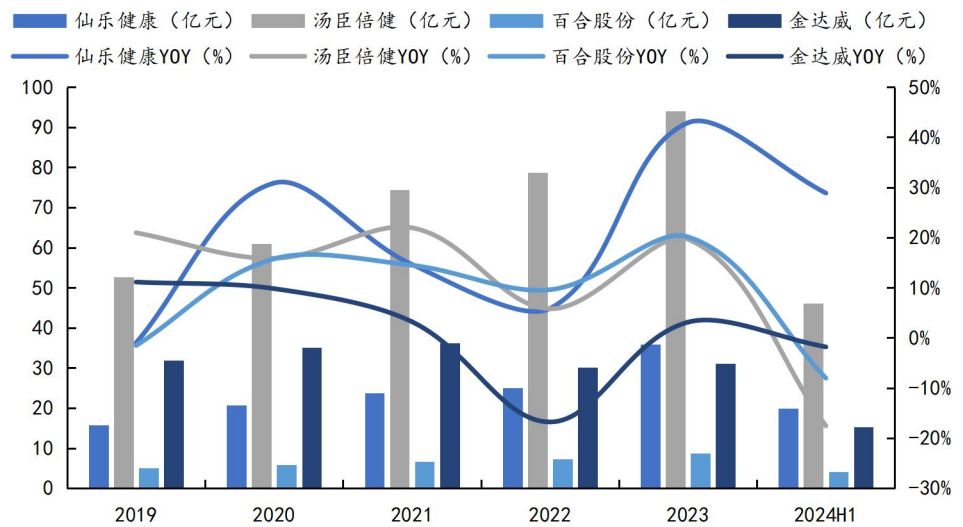


资料来源：公司公告，欧睿，国海证券研究所

2) CDMO 公司业绩稳健，行业格局有望实现优化。

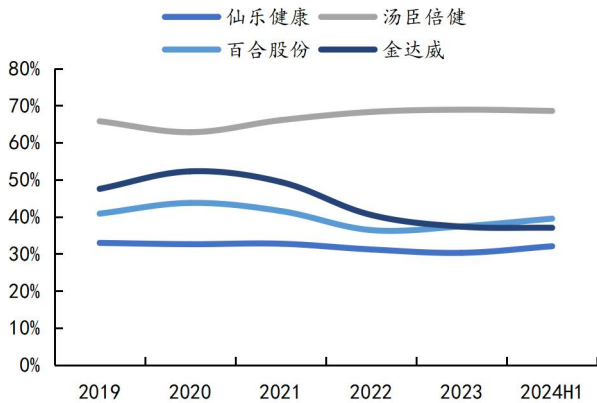
CDMO 公司业绩抗波动性强，受下游竞争影响较低。CDMO 企业由于 to B 属性，一般来说，毛利率水平低于直接面向终端消费者的保健品品牌，但销售费用率也低于品牌型企业。从业绩波动来看，近年来下游品牌商面临竞争加剧的问题，保健品品牌商如汤臣倍健、金达威业绩出现短期扰动。而 CDMO 企业如仙乐健康，各项业绩指标依旧表现平稳，收入端，CDMO 企业可以通过扩充海内外不同类型的客户避免单一客户订单下滑的影响；利润端，随着产能利用率的提升带来规模效应的释放，归母净利率也表现相对坚挺。

图 31: 保健品企业收入情况对比



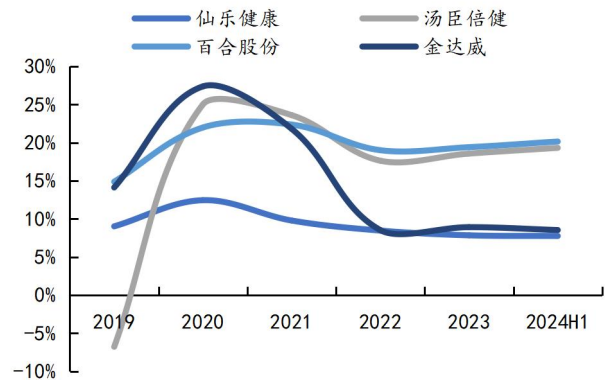
资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 32: 保健品企业毛利率对比



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 33: 保健品企业归母净利率对比



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

在资质+研发+制造优势下，CDMO 龙头市占率有望抬升。资质上，CDMO 龙头企业如仙乐健康在行业深耕多年，在保健食品注册和备案凭证数量上具备优势；研发上，龙头企业研发团队经验丰富，拥有多项专利技术，具备产品定位、概念设计、配方研究与试验、中试生产、检测方法及标准研究、稳定性试验、功能验证等完整产品开发的成熟经验，可应对各种定制化产品研发需求；制造上，一方面 CDMO 龙头拥有多种剂型生产经验，另一方面单一品类体量更大，可以更好地享受规模化生产带来的价值溢出，拥有更高的利润空间，此外，对比海外制造企业，中国 CDMO 企业可以利用中国工程师红利和全球供应链实现全球化扩张。因此，CDMO 龙头在技术、资质、制造上的积累和优势往往不能一蹴而就，容易出现强者恒强的局面，龙头市占率有望提升。据公司公告，2023 年中国营养保健食品 CDMO 行业规模达 35 亿美元（对应人民币约 250 亿元），根据我们的测算，仙乐健康 2022/2023 年在国内市占率约为 6.2%/7.5%，百合股份 2022/2023 年在国内市占率约为 2.8%/3.3%，行业龙头呈现市占率抬升趋势。

表 4: 中国营养保健食品 CDMO 主要企业

公司名称	公司简介	主要产品	营收规模及利润	销售模式
艾兰得	成立于 1998 年，旗下有艾兰得、艾兰得威、Bloem、BioCare 等 10 多个国内外品牌，先后收购 IVC、ADAM 等 5 家公司	氨糖软骨素维生素 D 钙片、维生素 C 含片、益生菌粉、鱼油软胶囊	2019 年营收超 60 亿元（未上市）	合同生产/自主品牌
仙乐健康	前身药企成立于 1993 年，2000 年起布局 CDMO 业务，2019 年上市，先后收购 Ayanda 和 BF 公司，于 2016 年出售千林品牌	软胶囊、软糖、功能饮品、片剂、粉剂、硬胶囊等剂型	2023 年营收 35.82 亿元，归母净利润 2.81 亿元	合同生产
大江生医	成立于 1980 年，2011 年起布局 CDMO 业务，2013 年上市	保健食品、面膜、功能性饮料、胶原蛋白、护肤品、医疗器械等	2023 年营收 18.59 亿元，净利润 2.07 亿元（台湾上市）	合同生产
百合股份	成立于 2005 年，2022 年上市，拥有“百合康”、“鸿洋神”等自主品牌	软胶囊、硬胶囊、功能饮品、片剂、粉剂等剂型	2023 年营收 8.71 亿元，归母净利润 1.69 亿元	合同生产/自主品牌，2023 年合同生产/自主品牌分别占比 84%/16%
海王集团	成立于 1989 年，旗下海王优品利用集团医药产业优势资源，拥有较强的保健品产能和生产、配套服务能力	覆盖市场主流产品剂型	2023 年保健品、食品营收 0.92 亿元	自主品牌
衡美	成立于 2011 年，为 C 端企业提供 ODM 解决方案	营养棒、营养粉、蛋白烘培、口服饮品及健康糖果等	未上市	合同生产
富味&亿超	成立于 1990 年，子公司亿超成立于 2005 年，提供功能软糖、保健食品 OEM/ODM 服务	营养软糖、鲜果棒、爽口片、爽口珠、营养棒、果冻、饮料、口喷等	未上市	合同生产

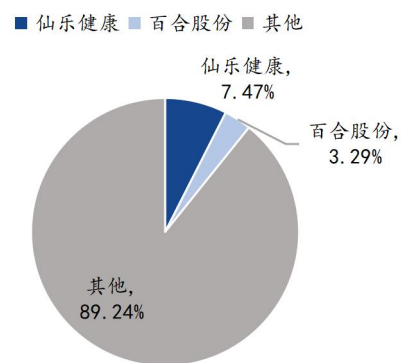
资料来源：iFinD，Wind，营养品情报，Foodaily，Pfizer，FoodTalks，国民健康云网，各公司招股说明书，各公司官网，各公司公告，国海证券研究所

图 34: 2022-2023 年中国营养保健食品 CDMO 部分企业市占率变化



资料来源：公司公告，Wind，国海证券研究所

图 35: 2023 年中国营养保健食品 CDMO 市占率情况



资料来源：公司公告，Wind，国海证券研究所

3、公司构筑研发、制造、销售、管理的全方位“护城河”

3.1、研发端：注重研发创新，积累专利硕果

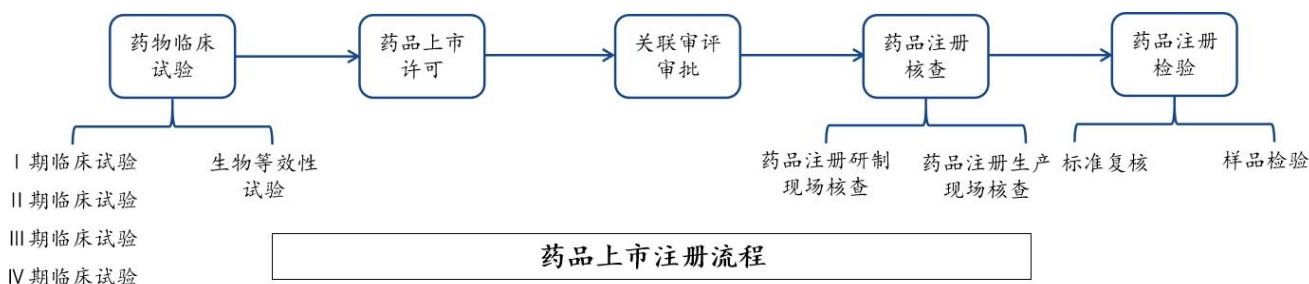
药企出身，拥有五大研发中心，具备扎实研发基础。公司的前身为制药企业，药品相较于保健品具有更高的技术要求和更严的审批流程，转型保健品领域属于“降维打击”，因此从公司成立之初就十分重视研发。当前公司在全球拥有5个研发中心（汕头、上海、马鞍山、德国法尔肯哈根、美国加利福尼亚），专注于营养健康食品的技术和应用创新，聚焦创新剂型研究与孵化、创新原料研究与孵化、循证营养研究、标准研究与安全验证等关键技术领域的深度研究。

图 36：公司全球研发中心和生产基地分布情况



资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

图 37：药品注册上市流程



资料来源：国家市场监督管理总局《药品注册管理办法》，国海证券研究所

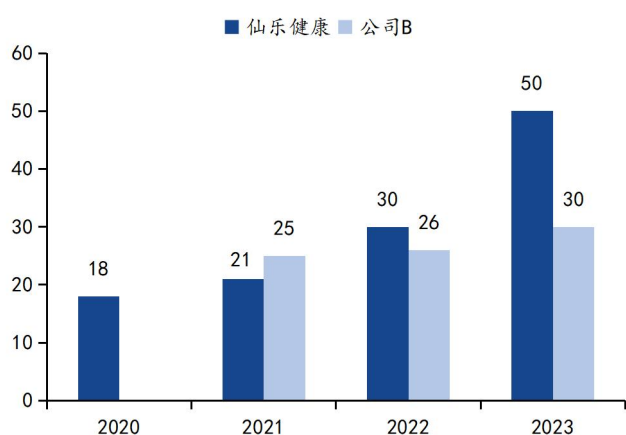
图 38: 公司的全球研发 3D 布局



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

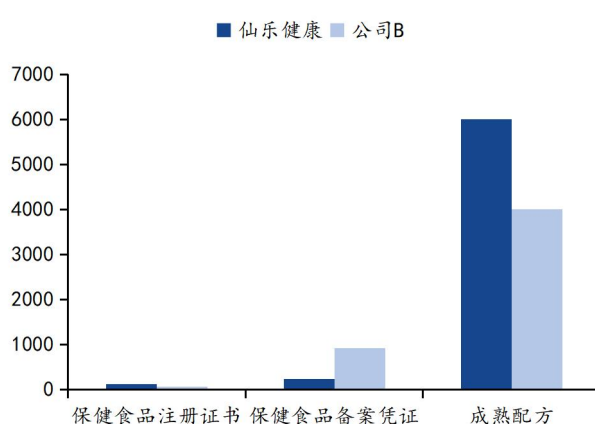
公司拥有丰富的专利、批文和配方储备。公司依靠强大的研发实力, 储备了大量发明专利、保健食品批文(“蓝帽子”)和成熟配方。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司取得 75 项发明专利, 提交 94 项发明专利申请, 并获得 373 项保健食品批文和拥有超过 6000 个成熟营养健康食品配方, 处于行业领先地位。

图 39: 2020-2023 年保健品 CDMO 企业发明专利数对比 (项)



资料来源: 各公司公告, 国海证券研究所

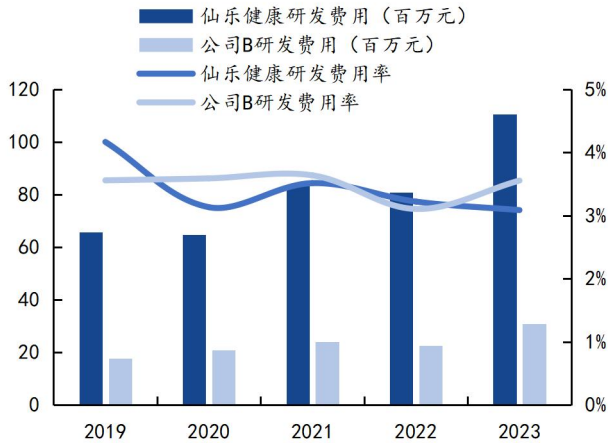
图 40: 截至 2023 年 Q4 保健品 CDMO 企业批文数对比 (项)



资料来源: 各公司公告, 公司 B 官网, 国海证券研究所

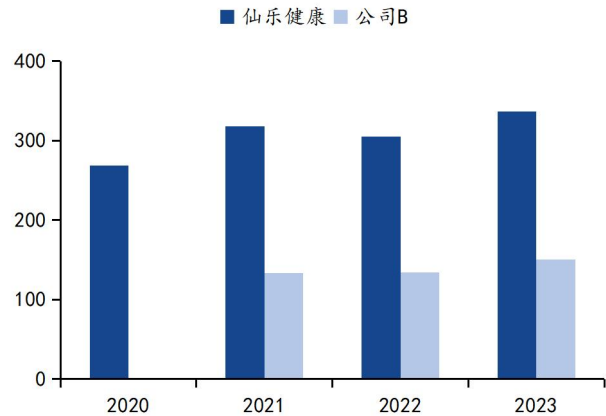
持续增加研发投入, 研发人员数量、质量和薪酬均较优。公司药企出身的背景也保证其在转型营养保健食品后继续重视研发投入和研发团队建设, 利用中国工程师红利满足全球研发能力输出, 既保证研发质量和速度, 又降低人才成本, 保持强竞争力。2022 年, 公司在新零售业务板块尝试将应用开发团队前置, 组建与商务团队合作、为客户研发服务的专属研发团队, 试点后产品实际平均开发周期缩短至 20.8 天, 其中 92% 的项目满足 <30 天的目标。

图 41: 2019-2023 年保健品代工企业研发费用及研发费用率对比



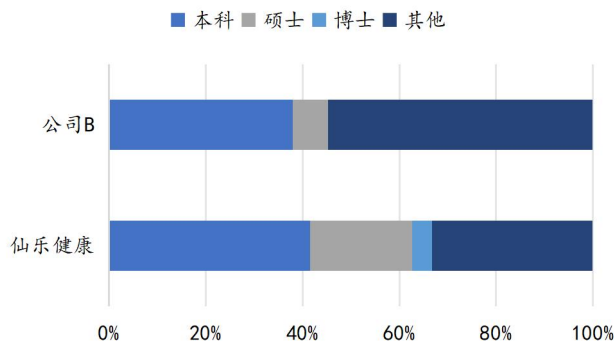
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国海证券研究所

图 42: 2020-2023 年保健品代工企业研发人员数量对比 (个)



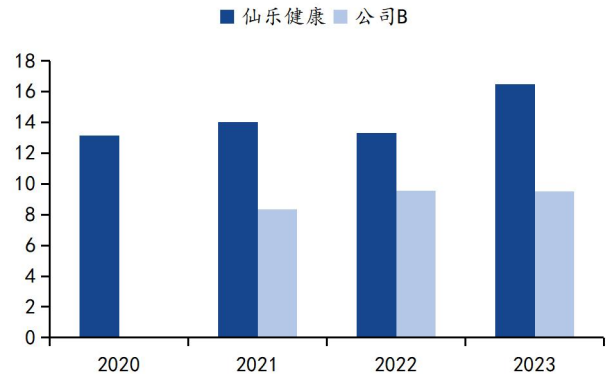
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 43: 2023 年保健品代工企业研发人员学历对比



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 44: 2020-2023 年保健品代工企业研发人员平均年薪对比 (万元)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司于 2024 年 4 月 8 日在上海正式发布《E 立方仿生增效技术白皮书》，拟在未来着重建设 E 立方仿生增效技术平台。该平台致力于将体内生理过程或规律应用到实际的产品或技术中（仿生），以提升单位剂量产品的效果（增效），推动公司升级为增效技术专家。例如，公司此前推出的 DHA 萃优酪®凝胶糖果采用了高载量微米乳化技术，生物可及性可达到软胶囊的 6.75 倍。目前，该仿生增效平台主要针对功能性油脂、维矿营养素、植物类营养素、蛋白、益生菌五大膳食补充剂储备了微米乳化、微囊包埋、定向生物转化、靶向酶解等技术。

图 45: 公司仿生增效技术矩阵



资料来源: FoodInnovation 微信公众号

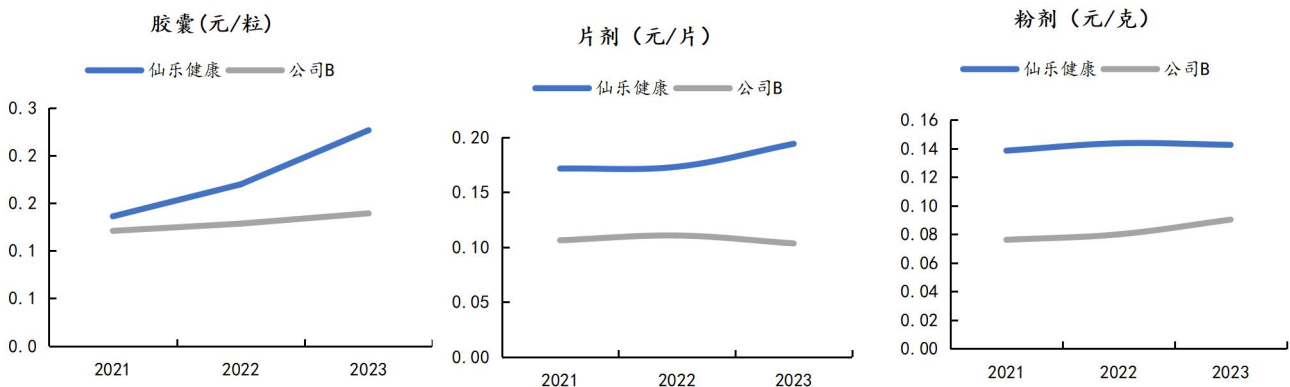
图 46: 公司 DHA 萃优酪®凝胶糖果



资料来源: FoodInnovation 微信公众号

依托强大的研发实力和产品质量，主流剂型定价高于同业。公司凭借行业领先的研发实力，获得国内外大客户的认可，对公司研发能力和产品质量形成一定的背书。相较于小客户，大客户往往对品质要求较高，价格敏感度更低，因此公司常见剂型的定价高于同业生产商。

图 47: CDMO 龙头企业各剂型销售均价变化情况



资料来源: 各公司公告, 国海证券研究所

3.2、制造端: 全球产线, 严控产品质量, 不断降本增效

拥有全球七大生产基地, 布局丰富产品线。公司在汕头、马鞍山、德国法尔肯哈根拥有生产基地, 建有软胶囊、营养软糖、片剂、功能饮品、粉剂、益生菌等多种剂型的产线车间。2023 年, 公司收购了北美龙头营养健康产品合同研发制造商 Best Formulations, 标志着公司基本完成了中、美、欧全球供应链布局。近年来, 公司在马鞍山生产基地布局两大新剂型——软糖和饮品产线, 在 BF 工厂布局软糖产线。2023 年公司两大新剂型软糖和饮品的产能利用率达 74% 和 63%, 考虑到当前公司软糖产能利用率较高, 为了满足未来软糖潜在需求的释放, 公司于 2023 年继续在马鞍山和 BF 工厂各布局 1 条软糖的在建产线, 产能规模分别为 5 亿粒和 4.4 亿粒。

表 5: 2023 年公司全球产能分布

剂型	中国区生产基地			欧洲区生产基地			美洲区生产基地		
	设计产能	实际产能	在建产能	设计产能	实际产能	在建产能	设计产能	实际产能	在建产能
软胶囊 (亿粒)	90.00	72.00	-	23.61	18.89	-	31.49	25.19	-
片剂 (亿片)	40.00	30.00	-	-	-	-	8.20	6.56	-
功能饮品(万瓶/万袋)	37300.00	32240.00	-	-	-	-	-	-	-
粉剂 (吨)	6121.78	4897.42	-	-	-	-	864.00	691.20	-
软糖 (亿粒)	55.00	47.60	5.00	-	-	-	3.60	0.30	4.40
硬胶囊 (亿粒)	7.60	6.08	-	-	-	-	19.44	15.55	-

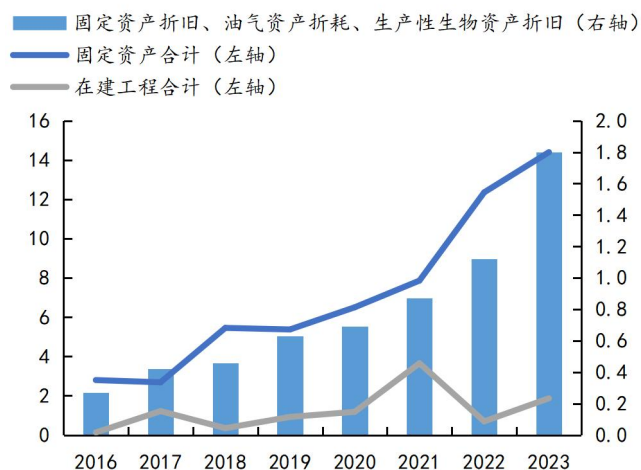
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 6: 2020-2023 年公司各生产基地在建新产线

剂型	马鞍山生产基地				Ayanda				Best Formulations			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
软糖 (亿粒)	8	18	-	5	-	-	-	-	-	-	-	4.4
功能饮品 (万瓶/万袋)	5400	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
软胶囊 (亿粒)	-	-	-	-	3.78	-	-	-	-	-	-	-

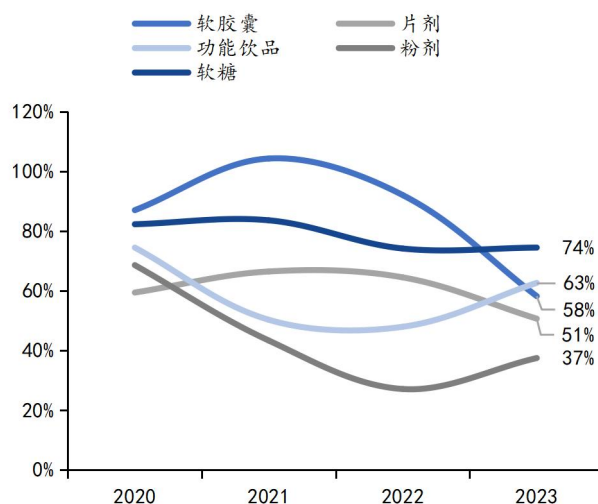
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 48: 2016-2023 年公司固定资产、折旧及在建工程变化 (亿元)



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 49: 2020-2023 年公司分剂型产能利用率变化



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司拥有全剂型平台开发能力, 软糖是公司核心和优势剂型。软胶囊、营养软糖、饮品等是公司的核心剂型, 具备有全球竞争力的产能和技术, 处于行业标杆地位, 其中软糖是公司近年的发力点。与需要吞咽、冲泡服用的传统剂型不同, 软糖食用过程中需要咀嚼品尝, 对外观和口感的要求更高, 在生产营养软糖的过

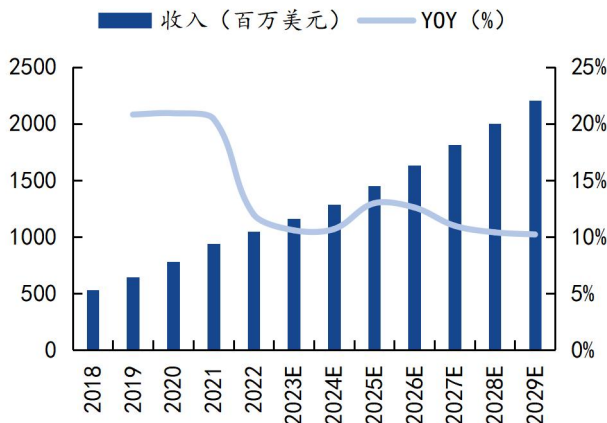
程中既要保证营养素的含量,又要保证糖果本身的风味和稳定性,生产难度很大。公司自 2007 年起开始生产营养软糖,拥有十多年的开发和生产经验,目前拥有 2 个中国营养软糖工厂、5 项营养软糖国家发明专利、超过 900 种营养软糖配方储备,并在低糖、无糖、高营养剂量、提高稳定性、感官体验和清洁标签等方面持续突破创新。近年来,软糖剂型凭借愉悦感官体验、美味便携等特点愈加受消费者欢迎,根据 NBJ 报告,软糖剂型已成长为美国膳食补充剂市场第一大剂型,也将是未来的主要增量剂型,据 Euromonitor International 研究,预计 2024-2026 年的年均增速将超过 30%。根据博思数据发布的《2024-2030 年中国功能性软糖市场分析与投资前景研究报告》,中国功能性软糖市场发展势头强劲,从 2014 年的 32 亿元增长至 2023 年的 140 亿元。预计未来几年,随着消费者对功能性软糖的认知度不断提高和市场需求的持续增长,市场规模有望进一步扩大。

表 7: 公司各剂型的不同定位

剂型分类	具体剂型	剂型定位
核心剂型	 <p>软胶囊 营养软糖 饮品</p>	公司的重要利润来源,具备有全球竞争力的产能和技术,处于行业标杆地位,
基础剂型	 <p>片剂 粉剂 硬胶囊</p>	公司的配套剂型,产能和技术水平在行业处于前列
创新剂型	 <p>Plantegrity 植物基软胶囊 爆珠</p> <p>维浆果® 萃优酪® 萃滋球®</p>	公司技术能力的体现和公司未来的增长点

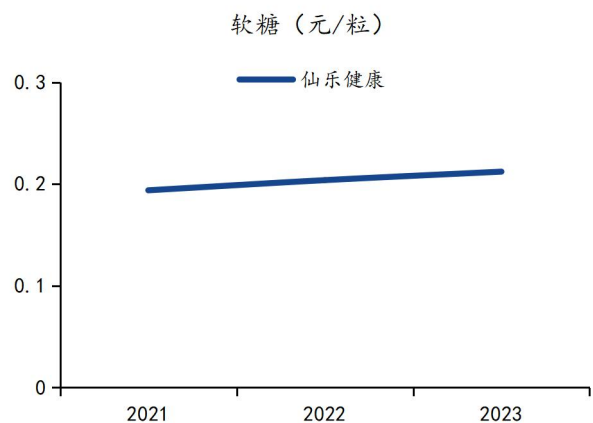
资料来源:公司公告,国海证券研究所

图 50: 全球功能性软糖市场销售额及增速



资料来源:食品饮料产业研究公众号,国海证券研究所

图 51: 公司软糖均价不断提升 (元/粒)



资料来源:公司公告,国海证券研究所

公司在生产过程中严控产品质量,产品与生产过程获得多方权威认证。公司检验中心获得中国合格评定国家认可委员会 CNAS 认可证书;公司质量控制体系

获得了包括澳大利亚 TGA-GMP 认证、美国 NPA-ULGMP 认证、美国 NSF-GMP 认证、英国 BRCGS 全球食品安全标准认证、国际标准化组织 ISO9001 认证、HACCP 认证、欧盟/美国有机产品认证、Halal 清真认证在内的全球主要食品质量控制体系认证。

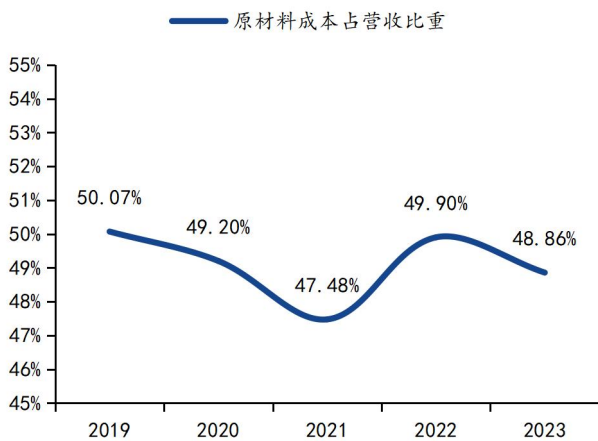
图 52: 公司已获得部分资质认证



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

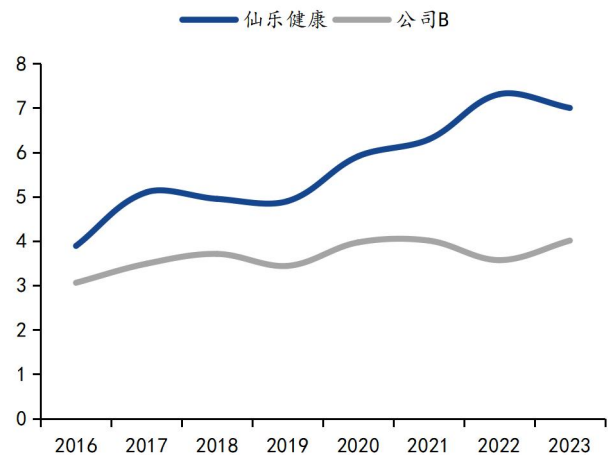
利用中国工程师红利, 公司在海外市场以效率致胜。公司利用协同采购等手段和国内工厂生产经验不断赋能欧美海外业务, 基于 ERP、PLM、MES、SCADA 等数字化整体解决方案, 建成集精益化、自动化、信息化于一体的智能化和数字化制造体系, 在精益生产的成本优势下, 同时保证相对较高的研发技术和产品品质。

图 53: 2019-2023 年公司原材料采购成本占营收比重变化



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

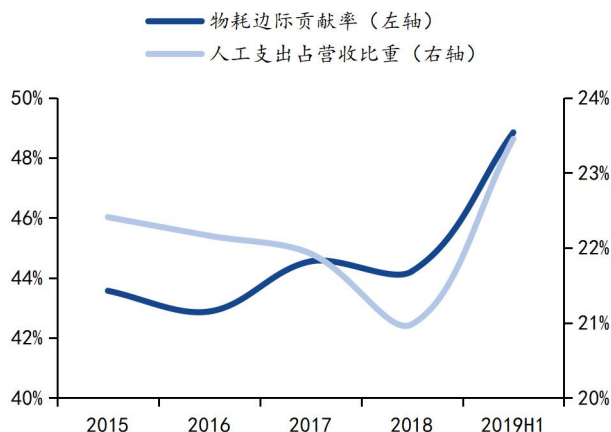
图 54: 公司与其他生产商存货周转率 (次) 对比



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

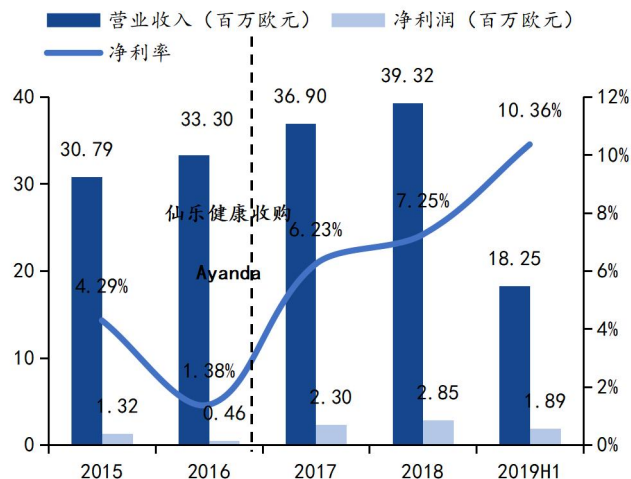
公司通过改造海外工厂, 提升海外制造效率。公司在 2016 年 12 月完成收购欧洲大型软胶囊制造商 Ayanda 后, 强化了对 Ayanda 的管理, 并在生产方面与 Ayanda 进行协作, 提升了生产效率与及时性, 因此 Ayanda 的经营效率和业绩较收购前呈现大幅提升。随着 Ayanda 的营收规模不断扩大, 净利率从收购前 2015 年的 4.28% 持续提升 6.05pct 至 2019 年上半年的 10.33%。

图 55: Ayanda 在被公司收购后经营效率显著提升



资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

图 56: Ayanda 在被公司收购后业绩显著提升



资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

3.3、销售端: 大客户基础牢固, 积极拓展新兴渠道

专注大客户, 为公司提供较稳定的收益。公司客户主要分布于中国、亚太、欧洲和美洲, 涵盖医药企业、直销企业、非直销品牌企业、连锁药店、现代商超以及在营养健康领域拓展新业务的社交电商、食品以及化妆品企业等各种不同类型和不同经营模式的头部企业, 共同构成公司稳定且具有高粘度的客户群。公司与健合、拜耳、玛氏、科汉森、西门子、天猫国际等知名企业建立了战略合作关系, 产品和服务得到了客户和行业的高度认可, 获得多家供应商的年度最佳供应商称号以及天猫健康年度品类共建工厂等荣誉。我们认为, 大客户相对其他客户的优势在于: 1) 规模和订单需求大; 2) 退出市场风险低; 3) 价格敏感度低, 从而能为公司带来稳健增长的收益。

表 8: 2019H1 公司客户结构

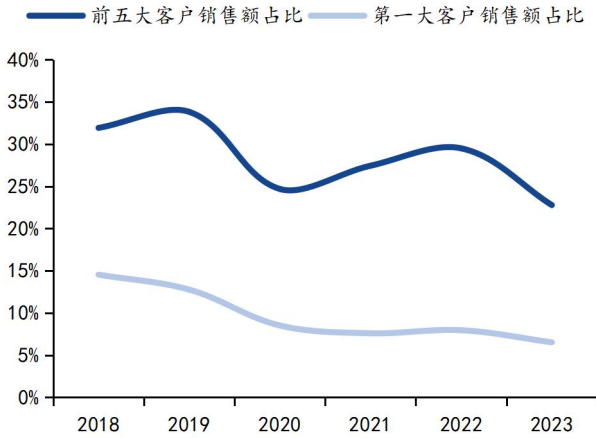
序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比
1	Pfizer Inc.	12836.47	16.35%
2	Now Health Group, Inc.	4668.95	5.95%
3	美乐家 (中国) 日用品有限公司	3571.31	4.55%
4	HTC Group Ltd.	3534.37	4.50%
5	安琪酵母股份有限公司	3037.26	3.87%
合计		27648.36	35.22%

资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

在积极维系大客户关系的同时, 公司也积极拓展新渠道和新客户。上市以来, 公司前五大客户销售额占比总体呈下降趋势, 反映出公司对单一大客户的依赖程

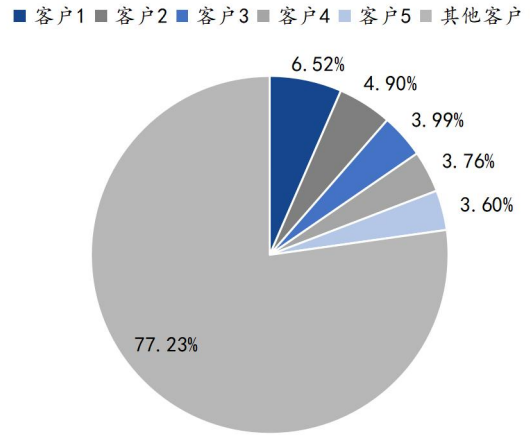
度降低，2019 和 2022 年在行业遭遇监管和疫情冲击时，前五大客户销售额占比回升，反映出大客户在外部环境不稳定时能够强有力的支撑公司的营收。

图 57：2018-2023 年公司大客户销售额占比



资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

图 58：2023 年公司前 5 大客户销售额占比

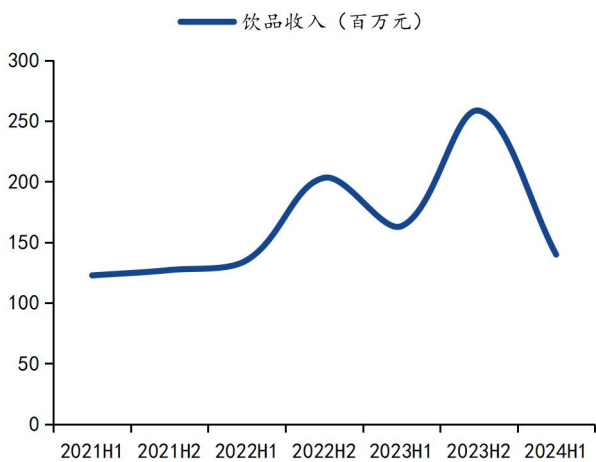


资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司积极把握新渠道新锐品牌迅速崛起的机遇，为公司提供收入增量：

1) **社交电商与新锐品牌**：保健食品兴趣直播、社交电商等新兴销售方式和渠道兴起，较大丰富了营养健康食品品牌与消费者的互动方式，也为众多新兴品牌提供了更多增长空间。公司积极支持成长迅速、富有潜力的社交电商新兴品牌发展壮大，比如为新锐口服美容品牌五个女博士代工胶原蛋白肽维 C 饮品等产品。

图 59：公司饮品收入情况（百万元）



资料来源：iFinD，国海证券研究所

图 60：保健品新锐品牌列举



资料来源：FoodTalks，国海证券研究所

2) 跨境电商业务: 公司收购 BF 后, 借助美洲 BF 生产基地以赋能中国跨境电商业务。2023 年 2 月 10 日, 公司与天猫国际签署了战略合作协议, 共同推动跨境营养健康食品全球供应链的造新计划。此外, 2023 年 4 月 18 日, 公司在珠海落成保税区的保税分装工厂, 以便更好地管理供应链, 提高效率, 并满足国内市场对跨境产品的需求, 为跨境业务客户提供端到端的服务, 为客户提供从产品开发、海外工厂的制造、中国与海外法规的咨询, 到跨境供应链、中国保税区保税分装的全链条的服务。

图 61: 公司与天猫国际战略合作签约仪式现场



资料来源: 公司公众号

图 62: 公司位于珠澳跨境工业区珠海园区的保税工厂



资料来源: 公司公众号

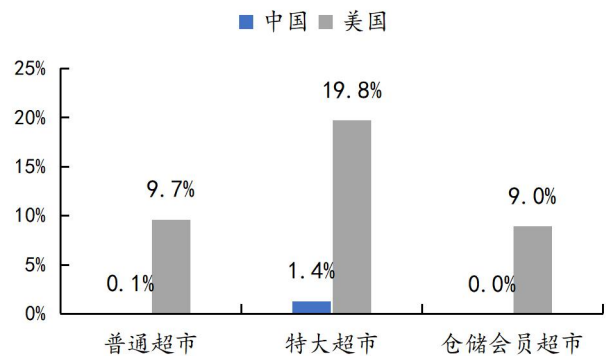
3) 线下现代商超: 公司高度重视与现代商超渠道客户的深入合作, 将其视为拓展市场和提升品牌影响力的重要途径。根据 Euromonitor International 数据, 现代商超渠道是美国营养保健食品重要的销售渠道, 2023 年美国仓储会员超市渠道保健品销售占比高达 9.0%。当前中国的线下现代商超 (如盒马、山姆等) 正致力于扶持自有品牌, 催生了全新保健品代工需求, 公司凭借研发和制造端的优势有能力为其提供定制化的健康食品解决方案, 满足商超零售商对产品差异化和个性化的需求, 实现国内代工业务的进一步扩容。

图 63: 山姆会员商店旗下自有保健品品牌



资料来源: 山姆会员商店公众号

图 64: 2023 年中美营养保健食品商超渠道销售占比对比



资料来源: Euromonitor International, 国海证券研究所

3.4、管理端：人员与供应链高效治理赋能费效提升

升级人才体系，提升效率。针对中国市场，夯实高价值客户，打造战略客户项目运作标杆，并加大对零售商和创新业务的开拓力度，围绕铁三角优化组织，通过日常培训和专班研讨提升团队能力。针对欧洲市场，公司加速升级销售团队，成立大客户团队并进行人员扩充。针对美洲市场，公司着重优化 BF 人员成本，由于美国市场人力相对更贵，BF 并表后公司人力费用成本承压，公司通过：1) 提高人工的使用效率；2) 增加自动化设备；3) 构建以市场为核心的管理模式，打造以客户为导向的销售、产品、交付铁三角协同组织，充分授权。此外，公司在海外配备本地化营销团队，深入洞察当地需求，并针对海外新兴市场增设亚太事业部，负责澳新、东南亚和日韩的市场开拓。

打造跨国协同供应链体系，积极降本增效。公司提出 “In Global, for Local” 概念，通过中美欧三大生产基地的跨国协同能力，全方位满足国际品牌、本土品牌的生产需求，打造精益、敏捷、富有韧性的供应链体系，满足客户的全球供应需求，实现本土品牌敏捷研发与供应，抓住业务增量契机，规避供应链风险。具体重点动作包括：1) 通过收购 Best Formulations，规避中美关系带来的中美供应链断供的影响；2) 通过集团全球协同采购，赢取战略物料更优的价格；3) 基于中国本土工厂的生产经验，推动欧洲 Ayanda 工厂降本增效。这系列措施将进一步强化公司全球供应链能力，提升对客户需求的响应速度。

4、公司的未来：内外兼修，协同发力

4.1、内生业务：稳中有进，发力大客户新渠道

发挥制造及工程师优势，进行全球化布局。内生业务方面，公司布局中国、美洲、欧洲及亚太市场，广泛的市场布局有利于公司平滑由于单一市场下滑带来的风险，同时通过制造出海，充分发挥国内智能制造及工程师红利，也扩大了公司未来收入规模的空间。据欧睿及公司数据，全球各区域保健品市场皆处于稳步增长状态，2023年市场规模排序：美国>中国>欧洲>亚太，2023年-2026年预计复合增速排序：亚太>中国=欧洲>美国，公司业务发展空间宽广。

1) 中国市场：行业逆周期下稳步增长，利用大客户拓展市场份额。据公司公告，2023年中国营养保健品市场规模达到370亿美元，同比增长超10%。在国内消费需求偏弱的背景下，据麦肯锡2023年底调查数据，2024年我国消费者对保健品消费意愿依旧较强，其中42%的受访者愿意增加保健用品及服务支出，预期消费增长率达5%。目前，我国人均保健品消费额仍较低，在老龄化叠加年轻一代养生需求的蓬勃发展下，我国保健品行业规模增长势能较强。从剂型看，当前片剂、胶囊等传统剂型仍占较大比重，在休闲化、便利化和社交化等场景推动下，软糖、小规格饮品等剂型迅速增长，根据欧睿数据，2024-2026年我国软糖复合增速将超过30%。从类目上看，免疫健康、整体健康仍是重要基础品类，人口老龄化、养生年轻化、养娃精细化等驱动心脑血管代谢、美丽健康、肠道健康、运动营养等热门品类持续高增。

图 65：公司中国区销售额及增速

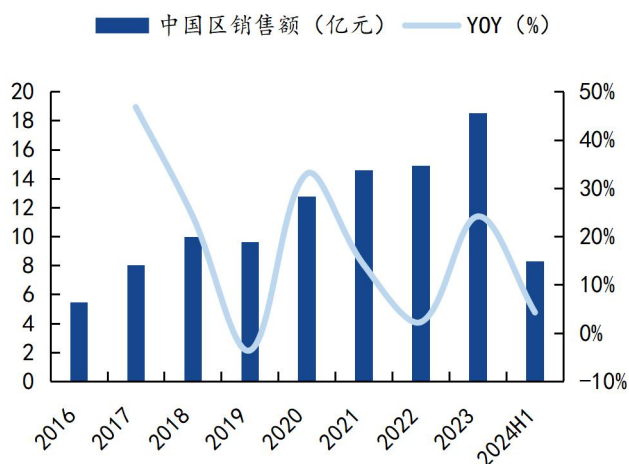
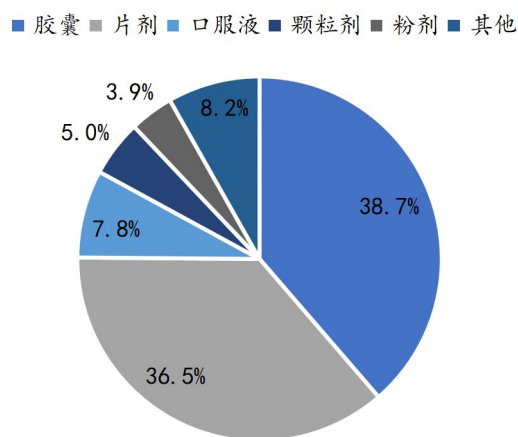


图 66：中国保健品市场产品剂型占比 (%)

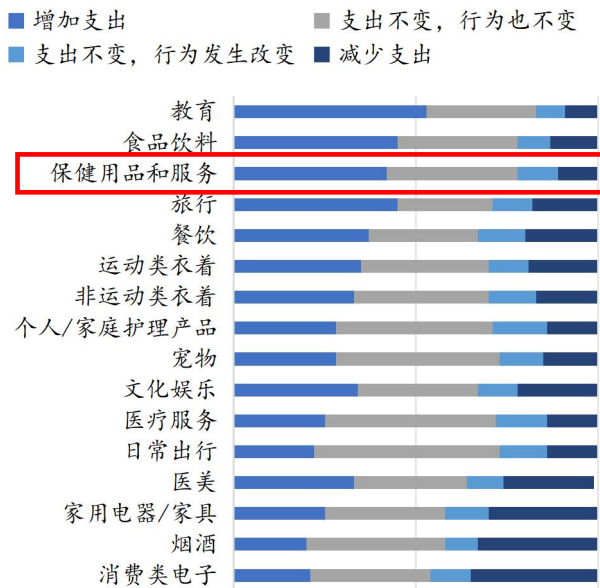


资料来源：iFinD，国海证券研究所

资料来源：IQVIA 艾昆纬公众号，国海证券研究所

备注：数据截至2022年6月

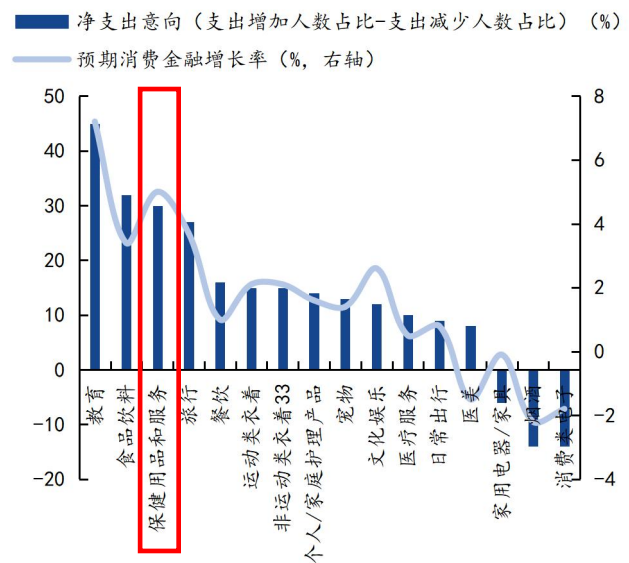
图 67：2023 年底中国消费者对未来 12 个月（2024 年）增加保健品支出的意愿较高



资料来源：麦肯锡，国海证券研究所

备注：因数据四舍五入原因加总可能不为 100%

图 68：2023 年底中国消费者对未来 12 个月（2024 年）各品类净支出意向与预期消费增长率



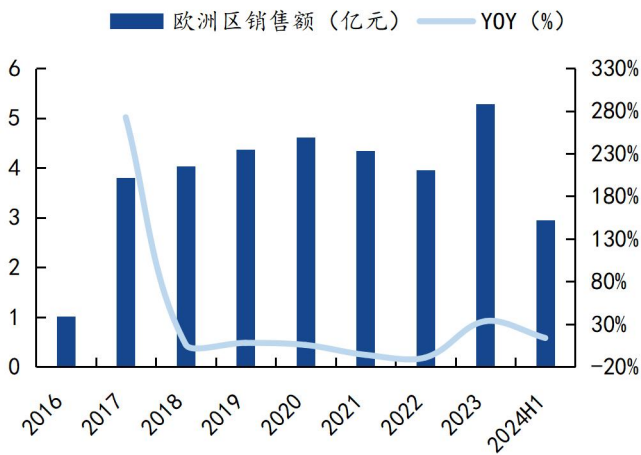
资料来源：麦肯锡，国海证券研究所

针对中国市场：①**客户端**：公司将坚持大客户战略，做深做透高价值客户，提升高价值客户的口袋份额，抢夺市场，提升市场份额；②**产品端**：通过提升柔性供应链，升级打造爆款产品能力，加速新品开发，抓住市场中的新兴机会；③**渠道端**：公司将积极拓展零售商业，覆盖全国连锁大客户，提升药店渠道份额，打造蓝帽子之外的产品第二曲线，重点突破会员制仓储超市渠道份额，线上通过与直播达人开展战略合作，启动美妆/母婴渠道业务，拓展创新业务，孵化便利店、零食量贩等新兴渠道业务，发展跨境业务，提升收入增量；④**组织端**：打造高激励、高能动性、充分授权的自驱型销售组织。

2) **欧洲市场**：据公司公告，2023 年欧洲营养保健品规模达到 290 亿美元，同比+6.6%，主要消费国家意大利、英国、德国以及法国的市场份额稳定提升，规模占比超过 50%。从全球范围看，欧盟对于健康食品有较为严格的定义和监管要求，消费者在剂型、渠道方面仍相对传统，产品剂型以严肃剂型为主，植物基、无添加、非转基因等天然相关产品受欧洲消费者青睐。从渠道端看，当前药店仍是第一大渠道，但是消费者正逐渐向电商渠道转移，各国渠道结构差异大，意大利、法国、波兰等国以药店为主；英国、德国等线上销售占比超过 30%。

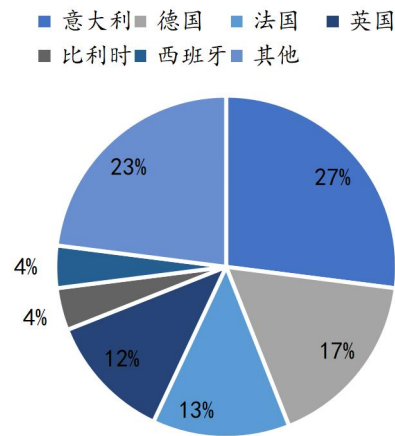
针对欧洲市场：①**客户端**：公司计划拓展南欧、东欧和中东等新兴市场，扩大业务版图，重点业务拓展植物基软胶囊、软糖和饮品；②**产品端**：公司将与优秀的原料供应商合作，提升产品个性化，满足多样化的市场需求；③**渠道端**：公司将支持跨境电商业务的发展，并充分发挥新增包装生产线的价值，以缩短交付周期，提高客户满意度和市场竞争力。

图 69: 公司欧洲区销售额及增速



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 70: 2023 年欧洲保健品市场各国占比

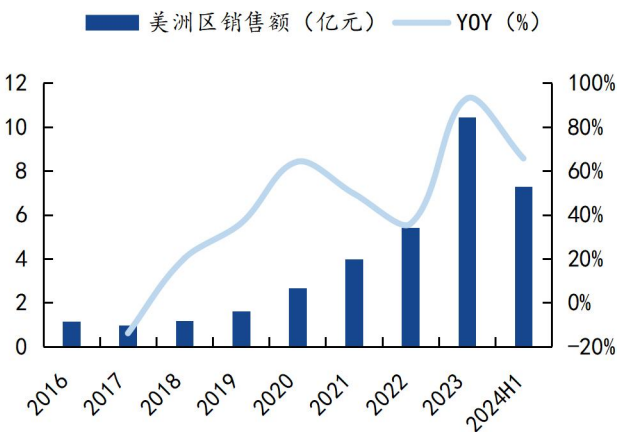


资料来源: AHB Lab, 国海证券研究所

3) **美洲市场:** 据公司公告, 美洲是全球营养健康食品第一大市场, 2023 年市场规模增长至超过 600 亿美元, 同比+5.8%, 根据 CRN 调查结果, 2023 年有 3/4 的美国消费者使用膳食补充剂。美国膳食补充剂上市管理较为宽松, 行业创新持续活跃, 消费者更加重视产品独特性, 热衷追逐新原料新产品。剂型方面, 根据 NBJ 报告, 软糖剂型已经成为美国膳食补充市场第一大剂型, 也是未来主要增量剂型。渠道方面, 2023 年美国营养健康食品电商渠道市场份额已超过 20%, 预计 2024-2026 年仍保持 9% 的高个位数增长。制造方面, 根据 NBJ 报告, 2026 年美国营养补充剂的市场份额预计提升至 60%, 且软胶囊、软糖等公司优势剂型的外包占比较高。

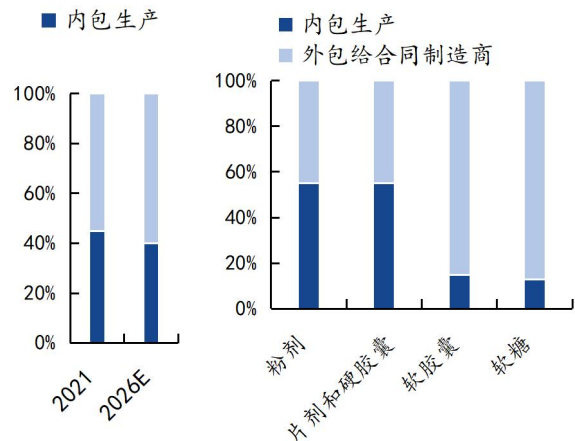
针对美国市场: ①**客户端:** 公司将继续坚持大客户策略, 维护并发展现有的头部客户资源同时开拓新的细分市场, 包括零售商、电商渠道和初创企业, 进一步扩大市场覆盖面, 通过中美销售和供应链的整合积极推动交叉销售, 提升整体业务表现; ②**产品端:** 公司将加大软糖业务的推进力度, 培育个人护理品业务, 与现有的营养健康食品形成协同效应, 以实现更全面的市场覆盖和业务增长。

图 71: 公司美洲区内生销售额及增速



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

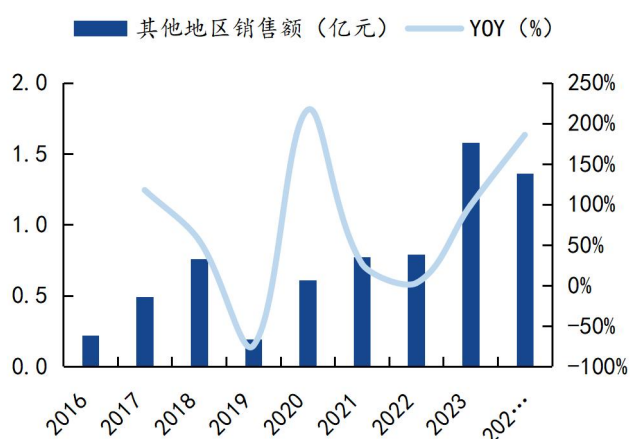
图 72: 美国营养补充剂外包制造持续增长 (2021 年)



资料来源: NBJ, 公司公告, 国海证券研究所

4) **亚太市场**: 据公司公告, 2023 年韩国、澳大利亚、新西兰营养健康食品市场规模超过 96 亿美元, 同比增长超过 5%, 2023 年东南亚营养保健品市场规模达到接近 110 亿美元, 且预计 2024-2026 年将以 9% 的增速引领增长, 东南亚经济增长快, 人口基数大, 政府政策支持力度高, 消费者医疗保健支出逐步提升, 健康意识持续增强, 推动当地健康产品市场快速增长。渠道端, 东南亚线下零售渠道市场份额超 60%, 电商等渠道自大流行以来迅猛发展, 持续保持高两位数的增长, 兴趣电商等新模式也成为消费扩容, 品牌培育的重要渠道。针对亚太市场, 公司将借助东盟一体化和 RCEP 协议的优势, 积极拓展东南亚业务。此外, 公司将开发澳洲市场的头部客户, 以扩大在该地区的市场份额。

图 73: 其他地区销售额及增速



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

图 74: 仙乐健康与健合集团达成战略合作协议

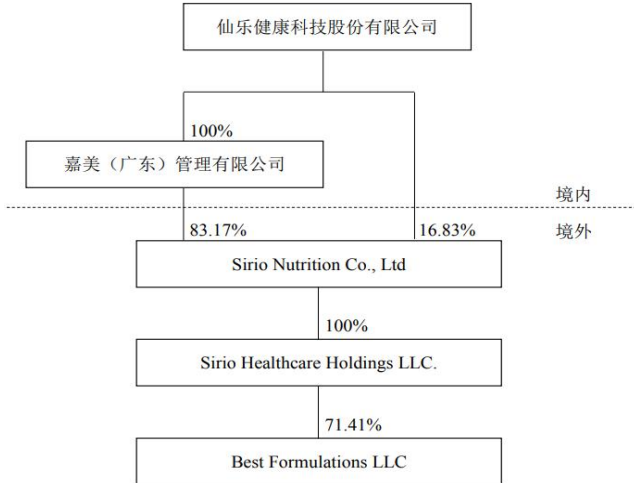


资料来源: 仙乐健康微信公众号

4.2、并表业务: 优势协同, BF 扭亏为盈在即

2023 年顺利完成对 BF 的收购, 进入到投后整合阶段。2023 年 1 月, 公司正式完成对 Best Formulations LLC (简称“BF”) 的股权收购, 持有该公司 71.41% 的股权, 支付金额约为人民币 8.7 亿元, 进入到投后整合阶段。截至 2023 年年末, 整合工作主要包括: **1) 组织侧**, 组建 BF 管理人委员会 (以下简称“管委会”), 制定 BF 授权体系和管控机制, 明确股东会、管委会和管理层的决策权限; 通过股东会、管委会和委派的管理层对 BF 的重大事项进行决策和执行管控; 规范 BF 的财务报表、管理报表, 与公司实现对接; **2) 运营侧**, 加强人员交流, 互派骨干人员进行日常管理、产品生产、技术研发、企业文化等方面的互动和相互支持; 整合公司与 BF 在美国的销售团队和研发团队; 推动交叉销售, 进一步拓展美国市场; **3) 采购侧**, 推动原料采购协同, 充分利用中国原料供应优势, 降低 BF 的成本。

图 75: 公司美国子公司的持股架构 (2023 年)



资料来源: 公司公告

图 76: BF 是植物胶软胶囊 CDMO 领域的领导者



资料来源: Best Formulations 官网

表 9: 四大原则对 Best Formulations 进行整合协同 (2023H1)

原则	详情
把方向	明确 2023 年的经营战略及目标, 通过建立月度经营分析会、战略与协同会等机制, 比对目标和实际经营成果, 明确具体改善优化举措, 并落实到各个职能进行承接。
保底线	财务体系和 IT 系统层面落实管控机制, 落地授权矩阵。统一管理报表, 加强资金管理, 关键财务人员已到岗。
促增长	完成了仙乐美洲和 Best Formulations 销售团队的整合与培训, 积极地通过展会、客户拜访等方式, 获得商业机会, 并将在未来季度逐渐落地。完成跨境业务端到端业务机制梳理, 由 Best Formulations 生产、仙乐珠海保税工厂包装的首个订单已在今年 7 月份落地。
重赋能	研发上, 整合中美原有研发团队, 组建由 Best Formulations 首席科学官带领的仙乐美洲研发团队, 构建“出口+跨境+美国本土”研发一体化体系, 更高效地响应客户需求。运营上, 仙乐派遣多名生产技术工程师支持 Best Formulations 软糖产线建设, Best Formulations 管理团队关键成员也来到国内学习交流。成本上, 协同精益生产和供应链以降低采购和制造成本

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司与 BF 优势互补, 在技术、产能、销售上相互协同。

1) 技术协同: 形成软胶囊+软糖领域的技术互补与研发协同。BF 擅长植物胶软胶囊的复杂配方研发和规模化制造, 处于行业领导地位, 其核心技术资源来自于超过二十年软胶囊产品生产经验的技术工艺积累, 形成了一系列技术诀窍、工艺参数、配方设计经验、制造管理体系而组成的技术综合体, 并成为企业的技术机密及商业机密。而上市公司本身深耕软糖领域近 15 年, 在研发和生产上具备全球性的竞争优势。两家企业擅长剂型不同, 技术沉淀不同, 通过股权绑定后, 研发端可以相互学习交流, 增强研发优势。

图 77: 收购前 BF 公司产品结构 (%)

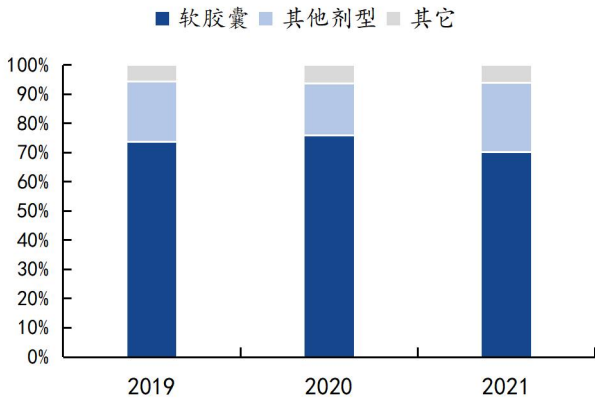
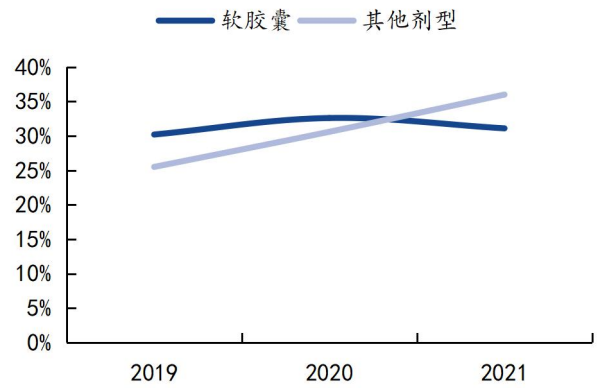


图 78: BF 分产品毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2) 产能协同: BF 产能不断爬坡, 公司在海内外兼有规模化生产能力。BF 具有充沛的美国本土生产能力, 截至 2023 年底, 核心剂型软胶囊产品的产能可达 31 亿粒/年, 硬胶囊、片剂等产品生产线, 合计产能约 28 亿粒(片)/年。此外, 按照原计划, BF 建设中的软糖生产线预计首期产能约 5.4 亿粒/年, 建设中的个人护理产品生产线预计产能约 8,500 万瓶/年, 均将于 2022 年底前逐步投产, 但疫情影响, 2 个产线延误了一个季度投产, 因此造成亏损。2023 年 Q3 个人护理产线的产能逐渐爬坡, 2023 年底软糖产线开始试生产, 新业务开始正常运行。BF 的顺利投产使得公司在美洲区具备规模化生产能力, 进一步完善了公司产能的全球化布局。

表 10: Best Formulations 业务及产能情况

业务	剂型	产能情况 (2023 年)		
		设计产能	实际产能	在建产能
传统保健品业务	软胶囊 (亿粒)	31.49	25.19	-
	片剂 (亿片)	8.20	6.56	-
	粉剂 (吨)	864.00	691.20	-
	硬胶囊 (亿粒)	19.44	15.55	-
新保健品业务	软糖 (亿粒)	3.60	0.30	4.40
个人护理业务	沐浴露、洗发水、膏霜之类的个人护理产品, 主打天然、营养、有机的概念	预计产能约 8,500 万瓶/年	逐步爬坡	-

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

3) 销售协同: BF 与客户和供应商关系稳定, 可与仙乐形成交叉销售。BF 是美国营养补充剂行业领先的 CDMO 企业, 获得了美国食品和药物管理局 (FDA) 药物批准认证、美国膳食补充剂 (保健食品) NSF-cGMP 认证等全球十余项资格认证。上游, BF 与主要供应商的合作关系深厚, 采购品类以鱼油等大宗产品为主, 采购价格根据市场情况随行就市, 供给较有保障。下游, BF 拥有一批健康和保健领域的全球零售商和优质品牌客户, 自成立以来, 标的公司积累了北美健康和保健领域超 100 名客户, 在业内具有良好口碑, 截至 2021 年底, 标的公司与前十大客户平均合作时长超过十年。BF 现有主要客户与公司主要客户无重

叠，双方整合后，将形成交叉销售，提升销售规模。此外，公司将成立协同委员会，落实协同机制，调动整体资源、充分释放协同效应。

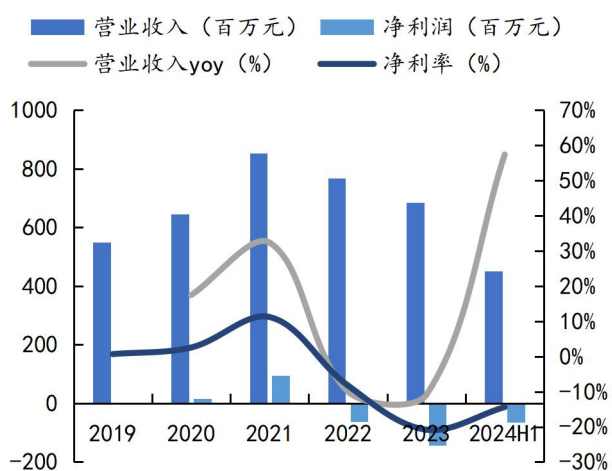
表 11: Best Formulations 2021 年前五大客户情况 (合计营收占比为 60.7%)

客户名称	客户基本情况与主要品牌	销售剂型	合作年限(截至 2021 年)	占 2021 年营收比重 (%)
客户 1	国际知名保健产品专营线上零售商，SKU 超过 30,000 个，覆盖 1,200 个品牌，产品销往全球 185 个国家；客户主营业务为零售业务，是一家年营业额超过 15 亿美元的跨国企业。	软胶囊、片剂、粉剂、软糖	14 年	26.6%
客户 2	全球领先的个人护理品牌之一，主要产品为精油等居家生活用品。该客户通过线下门店与电商网络将产品销往全球超过 100 个国家和地区，拥有超过 900 万名顾客。客户是一家年营业额超过 20 亿美元的跨国企业。	软胶囊	10 年	13.1%
客户 3	全球知名的天然配方营养补充剂和个人护理品牌，业务遍及全球 19 个国家及地区。客户是一家年营业额超过 20 亿美元的跨国企业。	软胶囊	18 年	10.2%
客户 4	北美知名保健营养品牌，拥有超 100 年历史，拥有超过 400 种畅销产品，是纤维营养饮品的领导品牌，产品销往全球超 60 个国家和地区。	粉剂、茶包	27 年	5.7%
客户 5	美国领导地位的天然营养品公司，产品业务范围包括营养补充食品、个人护肤保养品等。客户市场主要分布在美国、墨西哥、加拿大、日本、马来西亚和中国等地区，拥有百万级经销商及千万级产品用户。	软胶囊、软糖、胶囊形态的个人护理产品	2 年	5.2%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

参照 Ayanda 的成功案例，BF 收入和利润有望逐步提升，迎来盈亏平衡。1) 收入端，2019-2021 年 BF 收入逐年增长，展现了 BF 本身良好的成长性。2022 年和 2023 年受到美洲去库存周期和新产线投产延期的影响，营业收入有所下滑。截至 2023 年底，个人护理和软糖新产线已经进入投产和产能爬坡阶段，伴随着去库存周期的结束，2024 年 BF 营业收入增速有望转正。2) 利润端，2019-2021 年 BF 净利率逐年爬坡，2021 年净利率较 2019 年的 0.67% 显著提升 10.5pct 至 11.21%，盈利能力较强。2022 年、2023 年受到收购整合带来的调整、美国市场订单不足、产线建设不完全、成本摊销等多重原因，BF 净利润下滑转负。后续，随着产能利用率提升，摊销费用影响减弱，以及销售和管理费用等费率的优化 (2020-2021 年 BF 销售和管理费用率稳定在 28% 左右，显著高于仙乐健康)，BF 有望复制 Ayanda 的净利率改善路径，实现盈亏平衡。2024H1，BF 在新产线投产下，营业收入重回增长轨道，BF 实现营收 4.51 亿元，同比+57.42%，且净利率呈现改善趋势。

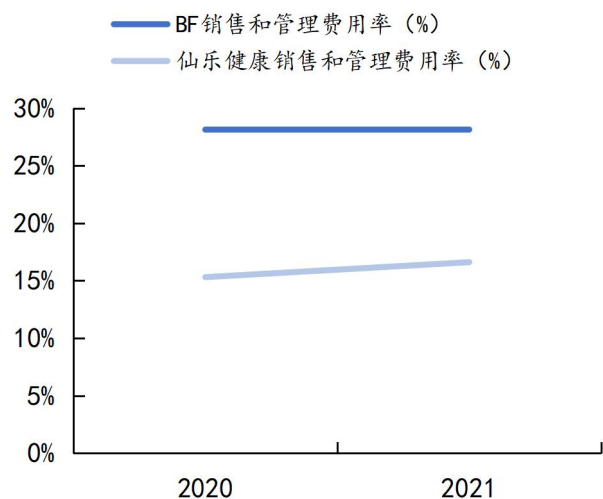
图 79: Best Formulations 业绩情况



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

备注: 2019-2021 年数据的披露单位为美元, 采用 1USD=7.0827RMB 的汇率折算

图 80: Best Formulations 和仙乐健康费用率



资料来源: 公司公告, iFinD, 国海证券研究所

5、盈利预测与评级

2023 年疫情好转，防疫政策放开，公司收入实现加速恢复，全年整体营业收入高速增长 42.87%。2024 年随着 BF 订单落地、产能释放，BF 有望扭亏为盈，在 BF 有望盈利修复的背景下，公司发力抗衰和益生菌两大赛道，提前布局植物基等创新产品开发，优化产品结构，深度整合中美欧生产基地，持续打造敏捷供应链体系，探索全球采购协同，升级海外工厂制造效能，驱动公司收入保持高速增长。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 43.13/49.27/56.17 亿元，同比增长 20.41%/14.24%/14.00%。

分区域看：

1) 中国区：2024 年上半年收入实现平稳增长。目前我国人均保健品消费额仍较低，在老龄化叠加年轻一代养生需求的蓬勃发展下，我国保健品行业规模增长势能依旧较强，我们预计 2024/2025/2026 年公司中国区实现营业收入 19.99/21.99/24.19 亿元，同比增长 8%/10%/10%；

2) 欧洲区：得益于南欧、东欧、中东等新兴市场开拓和植物基创新产品上市，我们预计公司欧洲区收入有望保持稳步增长，我们预计 2024/2025/2026 年公司欧洲区实现营业收入 6.23/7.17/8.03 亿元，同比增长 18%/15%/12%；

3) 美洲区：2024 年上半年从去库存中恢复到正常销售节奏。我们预计 2024/2025/2026 年美洲区内生业务受益于零售商、电商渠道和初创企业等新市场和交叉销售，实现营业收入 4.86/5.38/5.91 亿元，同比增长 39%/11%/10%；BF 业务受益于新业务个护、软糖产线投产实现营业收入 8.89/10.31/11.86 亿元，同比增长 28%/16%/15%；美洲区总体实现营业收入 13.75/15.70/17.77 亿元，同比增长 32%/14%/13%；

4) 其他地区：公司正在尝试探索东南亚、澳新等新兴市场，这些区域目前仍处于高速成长期，预计随着销售团队、订单落地、区域影响力增强 2024/2025/2026 年实现营业收入 3.16/4.42/6.19 亿元，同比高速增长 100%/40%/40%。

内生业务受益于产品结构优化、全球采购协同、工厂精益生产，利润端有望实现稳健增长；BF 业务随着个护和软糖业务订单落地产能释放，预计其盈利能力有望逐步改善。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现归母净利润 3.87/4.90/5.90 亿元，同比增长 37.70%/26.61%/20.41%；预计 EPS 分别为 1.64/2.08/2.50 元，对应 PE 为 18/14/12x，维持“买入”评级。

表 12: 公司业务分拆及盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2368.95	2507.26	3582.02	4313.00	4927.00	5616.78
YOY	14.62%	5.84%	42.87%	20.41%	14.24%	14.00%
中国区 (百万元)	1458.17	1491.36	1850.95	1999.03	2198.93	2418.82
YOY	14.06%	2.28%	24.11%	8.00%	10.00%	10.00%
欧洲区 (百万元)	435.36	395.52	528.11	623.17	716.65	802.64
YOY	-5.68%	-9.15%	33.78%	18.00%	15.00%	12.00%
美洲区 (百万元)	398.08	540.90	1044.14	1375.15	1569.51	1776.63
YOY	49.79%	35.88%	93.04%	31.70%	14.13%	13.20%
内生业务 (百万元)			349.63	486.18	538.31	590.75
YOY			-35.36%	39.06%	10.72%	9.74%
并表业务 (百万元)			694.51	888.97	1031.20	1185.88
YOY				28.00%	16.00%	15.00%
其他地区 (百万元)	77.34	78.48	157.83	315.65	441.92	618.68
YOY	26.66%	2.78%	98.56%	100.00%	40.00%	40.00%
归母净利润 (百万元)	231.83	212.29	281.04	387.00	490.00	590.00
YOY	-9.92%	-8.43%	32.38%	37.70%	26.61%	20.41%
毛利率	32.72%	31.18%	30.27%	30.07%	30.57%	30.87%
销售费用率	6.28%	5.19%	7.75%	7.72%	7.60%	7.40%
管理费用率	10.33%	12.14%	9.79%	9.80%	9.60%	9.50%
归母净利率	9.79%	8.47%	7.85%	8.97%	9.95%	10.50%

资料来源: iFinD, 国海证券研究所

6、风险提示

1) 子公司盈利修复不及预期: 美国子公司 Best Formulations 在公司治理、合规监管、财会税收、管理方式、经营理念、企业文化等方面需要与母公司进行整合, 最终整合效果可能存在一定的不确定性。当前 BF 受产能利用率低、高摊销成本等影响利润端承压, 预期未来产能释放、订单落地及工厂降本增效后利润端将迎来改善, 若盈利改善不及预期将影响公司利润表现;

2) 行业竞争加剧: 备案制下大量线上渠道参与者进场, 使得市场竞争趋于白热化、产品趋于同质化。如公司未能抓住新市场竞争格局带来的机遇, 在业务开拓、供应链管理、产品和技术研发等方面合理布局并提升效率和产品差异化程度, 则将影响公司现存竞争优势和业绩;

3) 订单波动风险: 倘若下游保健品品牌商销售情况出现波动或更换制造商, 公司的订单数量和金额将受到影响;

4) 保健品监管政策收紧: 营养健康食品行业属于强监管行业, 随着国家日益重视食品安全, 新的政策法规不断出台, 监管力度不断加强, 从严监管将成为行业日常监管的常态。如果公司未能及时适应和遵守相关政策法规, 将面临一定的经营风险;

5) 原材料价格波动: 公司产品原料种类丰富, 如部分原料采购价格受供需影响大幅上涨或供应不足, 将对产品毛利率和产品生产交付产生负面影响。

6) 食品安全风险: 人民日益增长的美好生活需要对加强食品安全提出了更高要求, 食品安全事件往往通过舆论对企业经营造成较大影响。

7) 中国与国际市场并不具有完全可比性, 相关数据仅供参考。

附表：仙乐健康盈利预测表

证券代码:	300791				股价:	29.31				投资评级:	买入				日期:	2024/10/09			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	12%	15%	17%	19%	EPS	1.56	1.64	2.08	2.50										
毛利率	30%	30%	31%	31%	BVPS	13.16	10.94	11.98	13.23										
期间费率	19%	18%	18%	17%	估值														
销售净利率	8%	9%	10%	11%	P/E	22.24	17.86	14.11	11.72										
成长能力					P/B	2.63	2.68	2.45	2.22										
收入增长率	43%	20%	14%	14%	P/S	1.76	1.60	1.40	1.23										
利润增长率	32%	38%	27%	20%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.76	0.81	0.88	0.95	营业收入	3582	4313	4927	5617										
应收账款周转率	6.68	6.39	6.20	6.18	营业成本	2498	3016	3421	3883										
存货周转率	7.00	6.14	6.32	6.21	营业税金及附加	22	26	30	34										
偿债能力					销售费用	278	333	374	416										
资产负债率	51%	50%	49%	48%	管理费用	351	423	473	534										
流动比	2.57	2.48	2.41	2.42	财务费用	52	29	29	28										
速动比	1.85	1.84	1.76	1.76	其他费用/(-收入)	110	138	158	179										
					营业利润	282	423	521	622										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-9	-7	-4	-5										
现金及现金等价物	735	789	820	910	利润总额	273	416	517	617										
应收款项	621	741	859	974	所得税费用	33	59	71	84										
存货净额	481	502	581	669	净利润	240	357	446	533										
其他流动资产	95	94	101	111	少数股东损益	-41	-30	-44	-57										
流动资产合计	1933	2126	2361	2664	归属于母公司净利润	281	387	490	590										
固定资产	1440	1472	1508	1547															
在建工程	187	188	198	218	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1636	1674	1670	1667	经营活动现金流	386	543	649	744										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	281	387	490	590										
资产总计	5196	5460	5737	6095	少数股东损益	-41	-30	-44	-57										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	263	220	242	263										
应付款项	398	453	524	595	公允价值变动	58	0	0	0										
合同负债	53	55	64	75	营运资金变动	-248	-58	-78	-93										
其他流动负债	300	347	392	432	投资活动现金流	-1158	-260	-285	-321										
流动负债合计	751	855	981	1101	资本支出	-449	-256	-288	-324										
长期借款及应付债券	1049	1049	1049	1049	长期投资	-811	0	0	0										
其他长期负债	829	830	780	780	其他	102	-5	2	2										
长期负债合计	1878	1879	1829	1829	筹资活动现金流	-91	-230	-332	-333										
负债合计	2630	2734	2810	2931	债务融资	97	5	0	0										
股本	182	236	236	236	权益融资	14	9	0	0										
股东权益	2566	2725	2926	3165	其它	-202	-244	-332	-333										
负债和股东权益总计	5196	5460	5737	6095	现金净增加额	-868	53	32	89										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。